

332.6
GIR
a @1

**ANALISIS KONSISTENSI PRICE EARNING RATIO
PADA BURSA EFEK JAKARTA
PERIODE 1997 – 1999**

TESIS

*Diajukan kepada Pengelola Program Studi Magister Manajemen
Universitas Diponegoro
Untuk memenuhi salah satu syarat guna memperoleh
Derajat Sarjana - S2 Magister Manajemen*



Diajukan oleh :

Nama : Anuttara D. Giripati
NIM : C4A 097047

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
TAHUN 2000**



SERTIFIKAT

Saya, **Anuttara D. Giripati**, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program Magister Manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

Anuttara D. Giripati
15 September 2000

PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :

**" Analisis Konsistensi Price Earning Ratio "
Pada Bursa Efek Jakarta
Periode 1997 – 1999**

Yang disusun oleh **Anuttara D. Giripati**, NIM **C4A 097047**
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal

22 September 2000

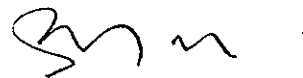
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama / Ketua

Pembimbing / Anggota



Dra. Irene Rini DP, ME

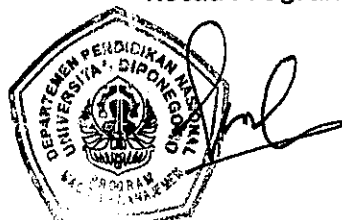


Drs. Anis Chariri, MCom, Akt

Semarang, 22 September 2000

**Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen**

Ketua Program



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

Khusus **Ku**-persembahkan,
Boeat **Papa & Mama**
Serta
Saudaraku
Pricillia dan Aryata

ABSTRACT

Recently, stock valuation model using the Earning Multiplier Approach (PER) is more popular among investors and analysts. This popularity has caused this model to seem to be the most perfect model among other valuation models. In response to the fact above, this research tries to give empirical evidence whether PER's model can be used in determining the fairness of stock price traded in Jakarta Stock Exchange.

Evaluation of the capability of PER's model in determining the common stock price was conducted by developing two regression models from different time periods, namely the years of 1997, 1998 and 1999. One of the regression models was used by Whitbeck – Kisor (1963) and for the other one was modified of results by Akhmad Rizqoni (1995), Amiruddin – Sonny (1997) and Kaziba A – Agus S (1997) which investigated of the determinants of Price Earning Ratio. The model of regression's one employed growth (g), dividend payout ratio (d) and standard deviation of growth (SD) as independent variables and the model of regression's two employed growth (g), dividend pay-out ratio (d), leverage (LEV) and firm size (FS) as independent variable. The employment of two regression models which used in this research was formulated in the same market condition (bearish).

This research was intended to test the consistency of the regression models in assessing stock prices when the Indonesian capital market was bearish which started from middle of 1997 to March 1999. The result of this research showed that each model developed of different time periods gave different result though with the same sample, method and market condition (bearish)

The differences were in the significance level and in the weight of influence of independent variabels to the corresponding dependent variabels. As a stock valuation model, a regression model should perform consistently from period to period, so normal PER of a stock could be predicted based on the model that was developed by historical data.

The result of this research conclude that the models cannot be used to determine PER or value the common stock in 1998 and 1999 because the situations was unpredictable. In other words, there were other factors out of models that gave more affects significantly to PER in this periods. The employment of regression analysis can be helpful in finding the variabel and setting the weight that determines the PER of apoint of time. Stock volution that was using Earning Multiplier Approach is appropriate. If investors have an assumption that the taste market, situation and market condition at the valuation period was the same as the period when the model was developed. This research showed that the models formulated base on the same market conditions haven't gave the same result. The differences is caused more by the change of market taste.

ABSTRAKSI

Model penilaian saham dengan menggunakan Earning Multiplier Approach (PER), belum lama ini begitu populer diantara para investor dan para analis saham di Pasar Modal. Karena model penilaian ini dinilai lebih akurat dibandingkan dengan metode penilaian saham lainnya. Melihat hal tersebut diatas maka perlu diadakan penelitian dalam rangka memberikan sumbangan berupa jawaban ilmiah mengenai persamaan model PER dalam menilai harga saham yang sesungguhnya sebagai salah satu masukan dalam mengambil suatu keputusan investasi pada Bursa Efek Jakarta (BEJ).

Penelitian yang dilakukan dengan maksud untuk melihat sampai seberapa jauh persamaan model PER tersebut mampu dalam menilai harga suatu saham dengan periode waktu pengamatan berbeda yaitu tahun 1997, 1998, dan 1999. Model Persamaan PER yang digunakan pada penelitian ini adalah merupakan hasil penelitian dari beberapa peneliti terdahulu seperti persamaan PER model 1 yang merupakan model persamaan hasil penelitian dari Whitbeck Kisor (1963) dan persamaan PER model 2 yang merupakan gabungan model persamaan hasil penelitian dari Akhmad Rizqori (1995) dan Kaziba A Agus S (1997) yang masing-masing meneliti mengenai faktor-faktor yang berpengaruh kepada PER. Persamaan PER model 1 terdiri dari variabel-variabel bebas seperti tingkat pertumbuhan laba (g), dividend pay-out rasio (d) dan standard deviasi dari tingkat pertumbuhan laba (SD), sementara pada persamaan PER model 2 terdiri dari variabel-variabel bebas seperti tingkat pertumbuhan laba (g), dividen pay-out rasio (d), leverage (LEV) dan ukuran perusahaan (FS).

Penelitian yang dilakukan oleh peneliti-peneliti terdahulu yang menghasilkan model persamaan tersebut dilakukan pada kondisi pasar yang relatif adalah sama yaitu bearish. Penelitian ini dilakukan untuk menguji konsistensi dari masing-masing model persamaan dalam menaksir atau menilai harga suatu saham

UPT-PUSTAKA-UNDIP

selama periode waktu pengamatan yaitu pada pertengahan tahun 1997 sampai dengan bulan Maret 1999.

Adapun hasil-hasil dari penelitian ini yang dapat disimpulkan adalah bahwa setiap model yang diuji pada periode waktu pengamatan yang berbeda akan menghasilkan hasil yang berbeda pula walaupun sampel dan metode analisis yang digunakan serta kondisi pasar adalah sama (bearish). Perbedaan ini disebabkan karena adanya perbedaan dari tingkat pengaruh dan besaran dari masing-masing variabel bebas terhadap variabel terikat.

Seperti pada model penilaian saham lainnya, model persamaan regresi harus memberikan hasil yang konsisten dari periode yang satu ke periode lainnya. Dengan kata lain, nilai PER yang sesungguhnya dari suatu saham dapat diperkirakan dari suatu model yang dikembangkan dari data historis. Hasil dari penelitian ini menjelaskan bahwa model-model persamaan yang digunakan pada penelitian ini tidak dapat digunakan dalam menilai harga suatu saham pada periode waktu pengamatan tahun 1998 dan 1999, karena situasi pasar saat itu kacau dan sulit diperkirakan. Dengan kata lain bahwa faktor-faktor lain yang berpengaruh terhadap PER diluar model adalah yang sangat memberi pengaruh pada periode ini.

Penggunaan analisis persamaan regresi, sangat membantu dalam menentukan variabel-variabel bebas yang berpengaruh terhadap PER dan tingkat serta besaran dari masing-masing variabel bebas tersebut dari setiap perubahan waktu. Pendekatan penilaian saham dengan menggunakan PER adalah tepat jika investor mempunyai asumsi yang sama seperti selera pasar, situasi dan kondisi pasar yang sama pada saat model tersebut dikembangkan.

Dari hasil penelitian ini dapat disimpulkan bahwa model persamaan yang didasarkan pada kondisi pasar yang sama tidak memberi hasil yang sama. Perbedaan tersebut lebih disebabkan karena perubahan dari selera pasar yang senantiasa berubah-ubah sejalan dengan berubahnya waktu.

KATA PENGANTAR

Tiada yang lebih bijaksana bagi seorang hamba-Nya selain memanjatkan puji syukur kepada Tuhan Yang Maha Kuasa, atas segala limpah, berkat, anugerah dan kasih karunia-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan penulisan tesis ini berupa penelitian mengenai suatu “research gap” dari penelitian terdahulu mengenai salah satu rasio nilai pasar yaitu “**Price Earning Ratio (PER)**”.

Pada penelitian ini penulis mencoba menghilangkan adanya “research gap” tersebut dengan lebih menitik beratkan pada hasil PER tersebut didalam menilai harga yang sesungguhnya dari suatu saham. Adapun penelitian ini berjudul,

“Analisis Konsistensi Price Earning Ratio”

Pada Bursa Efek Jakarta

Periode 1997 – 1999

Penulis menyadari bahwa dari awal hingga selesainya penelitian ini, banyak pihak yang telah terlibat dan membantu baik secara langsung maupun tidak langsung, maka pada kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih kepada :

1. Ibu Dra. Irene Rini DP. ME selaku dosen pembimbing dan dosen penguji yang senantiasa memberikan perhatian dan bimbingan yang sungguh-sungguh sejak awal penulisan tesis ini hingga selesai.
2. Bapak Drs. Basuki HP. MBA, MAcc, Akt selaku dosen pembimbing sebelum mengikuti program bimbingan khusus dan dosen penguji yang

senantiasa memberikan masukan dan bimbingan sejak awal penulisan tesis ini hingga selesai.

3. **Bapak Drs. Anis Chariri MCom, Akt** selaku dosen pembimbing yang telah memberikan dorongan dan semangat untuk segera menyelesaikan penulisan tesis ini
4. **Bapak Drs. Syuhada Sofyan, MSIE** selaku dosen pembimbing dan dosen penguji yang memberikan bimbingan khususnya mengenai pengolahan data statistik pada penelitian tesis ini.
5. **Bapak Drs. Prasetiono, MSi** selaku dosen pembimbing yang telah memberikan bimbingan pada penulisan RUPS pada penelitian ini.
6. Seluruh staff dan karyawan program studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah memberikan kesempatan, bimbingan dan berbagai fasilitas yang diperlukan khususnya Trio AB Three : **M'Retno, M'Sari dan M'Hesti....** Serta **M'Supri** yang senantiasa memberikan informasi tentang perkuliahan dan lain-lainnya.
7. Pengelola Perpustakaan Magister Manajemen Universitas Diponegoro, khususnya **M'Nurul, M'Indah, M'Parti, M'Faizin, M'Soegino dan M'Adi** yang telah memberikan bantuan dan fasilitas-fasilitas lainnya.
8. Keluarga besar penulis di Semarang khususnya **sohib-Ku Sindhor, Robby dan Danar** yang dengan penuh kasih telah memberikan bantuan, semangat dan doa yang demikian besar bagi penulis dalam menyelesaikan tesis ini.
9. Teman-teman di **"Abakura Rental"** yang senantiasa membantu penulis didalam pengetikan tesis ini dan dalam pembuatan pengolahan data statistik

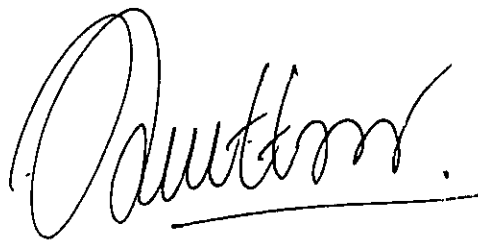
melalui SPSS khususnya M'Yama, M'Priyo, Ellysa, Agus dan Tulus yang senantiasa membantu penulis 24 jam non stop.

10. Terakhir dan yang paling utama adalah bagi keluarga besar penulis di Jakarta yang senantiasa membantu doa, semangat dan perhatian yang demikian besar bagi penulis untuk menyelesaikan tesis ini.
11. Berbagai pihak yang tidak dapat disebutkan satu demi satu yang turut memberikan bantuan dalam penyelesaian tesis ini, tanpa mengurangi rasa terima kasih; penulis juga tak lupa menghaturkan terima kasih.

Akhirnya penulis berharap semoga tesis ini dapat memberikan manfaat bagi dunia pendidikan dan Pasar Modal pada khususnya.

Semarang 19 September 2000

Penulis,
Anuttara D. Giripati

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Anuttara D. Giripati', with a horizontal line underneath the name.

DAFTAR ISI

Halaman Judul	i
Sertifikat	ii
Halaman Pengesahan	iii
Halaman Persembahan.....	iv
Abstract	v
Abstraksi	vii
Kata Pengantar	ix
Daftar Isi	xii
Daftar Tabel	xv
Daftar Lampiran	xvi
 BAB I	
PENDAHULUAN	1
I.1. Latar Belakang Masalah.....	1
I.2. Perumusan Masalah	6
I.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian	6
I.3.1. Tujuan Penelitian	7
I.3.2. Kegunaan Penelitian	7
 BAB II	
TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS	8
II.1. Telaah Pustaka	8
II.1.1. Landasan Teori	14
II.1.2. Metode Analisis	14
II.1.3. Penelitian Terdahulu	15

II.2. Kerangka Pemikiran Teoritis	21
III.2.1. Pendahuluan	21
III.2.2. Kerangka Pemikiran Teoritis	23
II.3. Hipotesis	24
II.4. Definisi Operasional Variabel	25
II.5. Model Empiris Perhitungan	26
 BAB III	
METODE PENELITIAN	31
III.1. Jenis dan Sumber Data	31
III.2. Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel	31
III.2.1. Populasi Sampel	31
III.2.2. Teknik Pengambilan Sampel	33
III.3. Metode Pengumpulan Data	34
III.4. Teknik Analisis	35
 BAB IV	
GAMBARAN UMUM OBYEK PENELITIAN	39
Sejarah Singkat Perkembangan Pasar Modal di Indonesia	39
 BAB V	
HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	42
V.1. Pendahuluan.....	42
V.2. Analisis Konsistensi PER (Uji Hipotesis H_1 dan H_2).....	43
V.3. Analisis Korelasi Model PER.....	46
V.4. Analisis Regresi Linier Berganda	47
V.5. Analisis Koefisien Regresi Berganda (Uji Hipotesis H_4 dan H_6).....	49

V.6. Analisis Koefisien Regresi Variabel Linier Berganda (Uji Hipotesis H_3 dan H_5)	52
V.7. Analisis Koefisien Regresi Determinan	55
V.8. Analisis Pengujian Diagnostik Multikolinier (Second Order Test)	57
V.9. Pembahasan	59
V.9.1. Persamaan Model 1	60
V.9.2. Persamaan Model 2	62
BAB VI	
KESIMPULAN DAN SARAN	65
VI.1. Kesimpulan	65
VI.2. Saran	66
DAFTAR REFERENSI	
LAMPIRAN LAMPIRAN	

DAFTAR TABEL

- Tabel 1.** Deskripsi Statistik tiap-tiap variabel dari saham-saham yang tercatat pada Bursa Efek Jakarta Periode Tahun 1997 – 1999
- Tabel 2.** Perkembangan Beberapa Indikator Bursa Efek Jakarta (BEJ) 1985 - Quarter 1st 2000

DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1.** Data Earning per Share (EPS) dan Dividend per Share (DPS) dari saham-saham yang tercatat pada Bursa Efek Jakarta Periode Tahun 1997 – 1999.
- Lampiran 2.** Data Closing Price (P), Total Asset dan Equity saham-saham yang tercatat pada Bursa Efek Jakarta Periode Tahun 1997 – 1999.
- Lampiran 3.** Data dan Perhitungan Variabel-variabel Earning per Share (EPS) dan Closing Price (P) saham-saham yang tercatat pada Bursa Efek Jakarta Periode Tahun 1997 – 1999 dan mempunyai Data EPS sejak tahun 1992.
- Lampiran 4.** Data dan Perhitungan Variabel-variabel Price Earning Ratio (PER), Growth of Earning (g) dan Standard Deviation of Earning (SD) saham-saham yang tercatat pada Bursa Efek Jakarta Periode Tahun 1997 – 1999 dan mempunyai Data EPS sejak tahun 1992.
- Lampiran 5.** Data dan Perhitungan Variabel-variabel Dividend per Share (DPS), Dividend Pay-out Ratio (d) dan Total Asset saham-saham yang tercatat pada Bursa Efek Jakarta Periode Tahun 1997 – 1999 dan mempunyai Data EPS sejak tahun 1992.
- Lampiran 6.** Data dan Perhitungan Variabel-variabel Equity, Leverage (LEV) dan Firm Size (FS) saham-saham yang tercatat pada Bursa Efek Jakarta Periode Tahun 1997 – 1999 dan mempunyai Data EPS sejak tahun 1992.
- Lampiran 7.** Daftar Saham-saham yang dipergunakan sebagai Sampel pada penelitian ini.
- Lampiran 8.** Data dan Perhitungan Variabel Sampel Earning per Share (EPS) dan Closing Price (P) pada Penelitian ini.
- Lampiran 9.** Data dan Perhitungan Variabel Sampel Price Earning Ratio (PER), Growth of Earning (g), Standard Deviation of Earning (SD) pada Penelitian ini.
- Lampiran 10.** Data dan Perhitungan Variabel Sampel Dividend per Share (DPS), Dividend Pay-out Ratio (d) dan Total Asset pada Penelitian ini.

- Lampiran 11.** Data dan Perhitungan Variabel sampel Equity, Leverage (LEV) dan Firm Size (FS) pada Penelitian ini.
- Lampiran 12.** Rekapitulasi Hasil Perhitungan Variabel Sampel yang digunakan pada Penelitian ini
- Lampiran 13.** Hasil Pengolahan Data Statistik SPSS 7.5
- Lampiran 14.** Rekapitalasi Hasil Perhitungan PER Persamaan Model 1
- Lampiran 15.** Rekapitalasi Hasil Perhitungan PER Persamaan Model 2
- Lampiran 16.** Rekapitalasi Hasil Perhitungan Price Earning Ratio (PER)
- Lampiran 17.** Perbandingan PER dengan SPSS 7.5
- Lampiran 18.** Perhitungan data untuk Analisis Konsistensi PER
- Lampiran 19.** Analisis Konsistensi PER

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Selama tiga belas tahun terakhir ini pasar modal di Indonesia telah berkembang sangat pesat, dimana perkembangannya ditandai dengan melonjaknya jumlah saham yang ditransaksikan dan semakin tingginya volume perdagangan saham terutama setelah otomatisasi perdagangan pada tahun 1995 (JSX, Fact Book 1997). Seiring dengan perkembangan yang pesat tersebut, kebutuhan atas informasi yang relevan dalam pengambilan keputusan investasi di Pasar Modal juga semakin meningkat. Salah satu informasi yang banyak digunakan adalah informasi akuntansi terutama yang berasal dari laporan keuangan. Berbagai publikasi di Indonesia seperti harian Bisnis Indonesia, majalah Swasembada, Investor dan lain-lainnya menggunakan berbagai rasio yang diperoleh dari laporan keuangan untuk mengevaluasi kinerja perusahaan-perusahaan di Bursa Efek Jakarta (BEJ).

Laporan keuangan sebagai hasil akhir dari proses akuntansi memang dirancang untuk menyediakan kebutuhan informasi bagi calon investor, kreditur dan pemakai external lainnya untuk pengambilan keputusan investasi kredit dan pengambilan keputusan lainnya (FASB, 1978). Untuk memahami informasi tentang laporan keuangan, analisis laporan keuangan sangat dibutuhkan (Nur Fadjrih, 1999). Analisis laporan keuangan meliputi perhitungan dan interpretasi rasio keuangan.

Dari berbagai rasio keuangan yang ada, salah satu rasio yang banyak digunakan di dalam pengambilan keputusan strategi investasi adalah rasio harga-pendapatan (Price Earning Ratio-PER), dimana nilai rasio dihitung sebagai hasil bagi dari harga pasar per lembar saham dengan pendapatan per lembar saham. Rasio ini mencerminkan hubungan perusahaan dengan para pemegang sahamnya, dimana semakin tinggi nilai PER akan semakin baik karena dapat menunjukkan tingginya tingkat pertumbuhan dividen yang diharapkan oleh para pemodal dan rendahnya resiko pada saham tersebut (Amiruddin dan A. Sonny, 1997). Price Earning Ratio (PER) yang juga dinamakan Earning Multiplier Approach.

Pendekatan PER ini sering digunakan oleh analis sekuritas untuk menilai harga saham karena pada dasarnya PER memberikan indikasi tentang jangka waktu yang diperlukan untuk mengembalikan dana pada tingkat harga saham dan keuntungan perusahaan pada suatu periode tertentu. Menurut Bing R. (1971), di Amerika, pendekatan PER ini lebih banyak digunakan dari pada metode lainnya.

PER merupakan cermin dari keberanian investor untuk membayar setiap rupiah harga saham untuk setiap rupiah laba yang dihasilkan saham tersebut. Sementara harga saham merupakan suatu fungsi dari tingkat pendapatan dari suatu perusahaan, dividen, resiko, tingkat pertumbuhan dan beberapa faktor lainnya (Marwan dan Anton, 1999). Suatu pendekatan yang digunakan di dalam menentukan suatu model PER adalah dengan menetapkan variabel-variabel yang mempengaruhi harga saham dan

mengujinya untuk mengetahui sampai seberapa jauh variabel-variabel tersebut berpengaruh terhadap PER.

Variabel-variabel tersebut diatas diimplementasikan pada suatu model regresi di dalam menilai suatu saham. Model penilaian ini dinilai lebih baik diantara model-model penilaian saham lainnya, oleh karena itu banyak kalangan analis sekuritas menganggap bahwa metode ini lebih sederhana di dalam menilai saham biasa. Pemilihan metode yang terbaik didalam menilai harga saham yang *mispriced* adalah dengan melalui analisa dari variabel-variabel yang mempengaruhi harga saham .

Kaziba. A dan Agus (1997) melakukan pengujian empiris variabel-variabel yang mempengaruhi Price Earning Ratio (PER) dan hasilnya menunjukkan bahwa variabel-variabel seperti: penjualan, dividen pay-out ratio, aktiva tetap, leverage, return on equity, ukuran perusahaan dan tingkat pertumbuhan laba berpengaruh secara signifikan dan konsisten untuk keenam industri yang berbeda. Dengan informasi ini akan dapat dievaluasi prospek suatu perusahaan pada industri yang berbeda dengan standar yang sama. Pengujian ini menggunakan data perusahaan-perusahaan Amerika yang dipublikasikan dalam *dividend achiever*.

Penelitian tentang Price Earning Ratio menjadi sangat penting untuk diteliti yaitu dengan dikeluarkannya deregulasi pada Pasar Modal tahun 1989 mengenai penghapusan peraturan tentang pembatasan PER pada pasar perdana. Tetapi pada bulan Agustus 1993, pemerintah mengeluarkan “anjaran” agar PER saham yang go public dibatasi 13 kali.

Kemudian pada awal tahun 1994, pemerintah melonggarkan anjurannya agar PER dibatasi maksimal 15 kali. Pembatasan PER ini ditunjukkan untuk melindungi investor, dalam hal ini kekayaan investor dalam jangka panjang akan terjaga (Mamduh Hanafi, 1998). Di Amerika PER digunakan sebagai indikator oleh para manager pengelola dana pensiun dalam memindahkan / menempatkan investasi portofolio mereka (Aby, Carroll D, 1989).

Berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya, Marwan dan Anton (1999) menguji konsistensi suatu model persamaan PER. Apakah PER konsisten didalam menilai suatu saham ? Kesimpulan dari penelitian yang dilakukannya adalah setiap model yang dikembangkan pada kondisi pasar dan periode waktu yang berbeda, akan memberikan hasil yang berbeda pula walaupun sampel dan metode yang digunakan adalah sama. Hal ini lebih disebabkan karena situasi pasar yang selalu berubah dari waktu ke waktu dan bukan karena perubahan kondisi pasar.

Walaupun Pasar Modal Indonesia (PMI) masih terbilang muda, Pasar Modal Indonesia telah mengalami tiga kondisi pasar yang berbeda-beda, yaitu kondisi normal, *bullish* dan *bearish*. *Bullish* adalah suatu kondisi pasar, dimana harga saham yang diperdagangkan pada pasar modal mengalami kenaikan, sedangkan *bearish* adalah suatu kondisi dimana perdagangan saham berada pada kondisi melemah dan harga-harga saham turun. Untuk mengetahui apakah kondisi pasar berada pada posisi *bullish* atau *bearish*, para investor biasanya menggunakan *Composite*

Stock Price Index (Indeks Harga Saham Gabungan, IHSG) sebagai sebuah indikator. Atlas R., (1995) menjelaskan bahwa bullish adalah suatu periode dimana Indeks Harga Saham Gabungan mengalami kenaikan 300 point atau lebih. Sementara kondisi bearish adalah sebaliknya. Bagaimanapun juga menurut Atlas bahwa tidak mudah untuk mengkategorikan suatu kondisi pasar apakah pasar sedang dalam kondisi bullish atau bearish.

Menurut penelitian Marwan dan Anton (1999), kondisi pasar pada Pasar Modal Indonesia dapat dinyatakan sebagai berikut: bullish terjadi selama tahun 1988 sampai dengan pertengahan tahun 1990, tahun 1993 dan tahun 1996, sedangkan bearish terjadi pada tahun 1979 sampai dengan tahun 1987, pertengahan tahun 1990 sampai dengan tahun 1991, tahun 1994, pada pertengahan tahun 1997 sampai dengan akhir tahun 1997. Pada pertengahan tahun 1997, IHSG turun secara drastis sehingga kondisi pasar berada pada kondisi bearish dan kondisi ini berlangsung sampai dengan bulan Maret 1999. Pada bulan Maret 1999, IHSG naik lebih dari 300 point.

Melihat fenomena dan uraian tersebut di atas maka kiranya penting dan menarik untuk dilakukan penelitian lebih lanjut tentang hal ini. Penelitian yang dilakukan untuk melanjutkan penelitian terdahulu yang telah dilakukan. Oleh Marwan dan Anton (1999) dengan menguji lebih lanjut mengenai konsistensi hasil PER dari suatu model persamaan pada kondisi pasar yang sama tetapi dengan periode waktu pengamatan yang

berbeda. Apakah hasil PER dari persamaan model tersebut konsisten dalam menilai suatu saham selama periode waktu tersebut ?

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan uraian tersebut di atas, terlihat bahwa betapa pentingnya Price Earning Ratio bagi para investor / analis sehingga menarik untuk diadakan penelitian lebih lanjut mengenai hal ini. Dari hasil penelitian yang dilakukan oleh Marwan dan Anton (1999) ada beberapa pertanyaan yang belum dapat terjawab dan menjadi masalah yang akan diuji secara lebih mendalam pada penelitian ini.

Permasalahan-permasalahan pada penelitian ini adalah :

1. Apakah hasil PER dari persamaan model PER konsisten didalam menilai suatu saham selama periode waktu pengamatan yaitu tahun 1997 - 1999 ?
2. Apakah variabel-variabel bebas yang terdapat pada persamaan PER model yang digunakan pada penelitian ini dapat digunakan dalam menilai harga saham ?

1.3 Tujuan Dan Kegunaan Penelitian

Penelitian ini pada dasarnya adalah untuk melanjutkan penelitian terdahulu yang telah dilakukan oleh Marwan dan Anton (1999). Penelitian ini mengupas masalah tentang konsistensi hasil Price Earning Ratio (PER) dari model persamaan dengan periode waktu pengamatan tahun 1997 – 1999 dimana kondisi pasar relatif sama yaitu bearish, mulai pertengahan

tahun 1997 sampai dengan bulan Maret 1999 pada saham-saham perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta (BEJ).

Tujuan dan kegunaan penelitian yang dilakukan ini adalah sebagai berikut :

1.3.1 Tujuan Penelitian

- a. Untuk menilai apakah hasil PER dari suatu persamaan model konsisten di dalam menilai suatu saham selama periode waktu pengamatan.
- b. Untuk menganalisa sampai seberapa besar pengaruh dari variabel-variabel pada persamaan model PER yang digunakan pada penelitian ini dalam menilai suatu saham.

1.3.2 Kegunaan Penelitian

- a. Dapat memberikan masukan / petunjuk / arahan kepada para investor / para analis dalam memilih suatu persamaan model PER pada kondisi pasar yang relatif sama yaitu bearish.
- b. Untuk membantu dan memberikan masukan yang lebih jauh kepada para investor / para analis dalam menilai suatu saham dengan menggunakan persamaan model PER.
- c. Sebagai studi perbandingan mengenai hasil PER pada Bursa Efek di tempat lain dan untuk dapat digunakan sebagai bahan pada penelitian selanjutnya.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

II.1 Telaah Pustaka

II.1.1 Landasan Teori

Dalam melakukan penilaian terhadap saham biasa, digunakan beberapa pendekatan analisis dimana salah satunya adalah dengan pendekatan yang didasarkan pada analisis fundamental. Analisis fundamental disinggung sebagai salah satu pendekatan untuk mengidentifikasi sekuritas yang salah dihargai (*mispriced*). Dua pendekatan yang berbeda yang mungkin dipilih dalam mencari sekuritas yang *mispriced* adalah dengan menggunakan analisis fundamental (William F. Sharpe, *Investasi 2*, 1997).

Pendekatan pertama meliputi penilaian untuk menentukan nilai intrinsik atau nilai sekuritas yang sesungguhnya. Setelah melakukan penentuan ini, nilai intrinsik dibandingkan dengan harga kini sekuritas. Jika harga pasar lebih besar dari nilai sesungguhnya, sekuritas tersebut disebut *over priced* atau *over valued*. Jika harga pasar kurang dari nilai intrinsik maka sekuritas disebut *under priced* atau *under valued*. Kadang analisis mengestimasi ekspektasi return untuk suatu periode tertentu berdasarkan harga pasar kini dan nilai intrinsik. Estimasi ini kemudian dibandingkan dengan return sekuritas dengan atribut yang mirip.

Pendekatan kedua meliputi estimasi satu dari dua variabel finansial dan kemudian membandingkan estimasi ini dengan estimasi

konsensus. Sebagai contoh, pendapatan per lembar saham tahun depan dapat diestimasi. Jika estimasi analis melebihi konsensus estimasi analis lain, saham tersebut dianggap sebagai investasi yang menarik. Sebaliknya, saat analis mengestimasi pendapatan per lembar saham lebih rendah dari analis lain, maka analis memperkirakan pasar akan memperoleh kejutan yang merugikan.

Berdasarkan pendekatan tersebut di atas, untuk menentukan apakah suatu saham under priced atau over priced, para analis membandingkan PER saham yang sesungguhnya dengan PER saham yang wajar. Jika PER saham yang sesungguhnya lebih besar dari PER saham yang wajar maka disebut over priced dan sebaliknya jika PER saham yang sesungguhnya lebih kecil dari PER saham yang wajar maka disebut under priced.

Pada dasarnya nilai saham menentukan harga saham yang bersangkutan. Oleh karena itu sebelum investor memutuskan untuk membeli atau menjual saham yang bersangkutan harus diperhatikan dan dibandingkan dengan harga yang ditawarkan. Nilai saham mencerminkan nilai perusahaan dan nilai perusahaan tercermin pada nilai kekayaan bersih ekonomis yang dimilikinya. Nilai saham bersifat dinamis, tergantung pada perubahan nilai kekayaan bersih ekonomis pada suatu saat. Dengan demikian nilai per lembar saham biasa sama dengan nilai kekayaan bersih ekonomis dibagi dengan jumlah saham biasa yang beredar (Abdul Halim, Usahawan, 1997).

Harga saham merupakan harga yang terbentuk di bursa saham. Umumnya harga saham diperoleh untuk menghitung nilai saham. Semakin jauh perbedaan tersebut, maka hal ini mencerminkan terlalu sedikitnya informasi yang mengalir ke bursa efek, maka harga saham tersebut cenderung dipengaruhi oleh tekanan psikologis pembeli dan atau penjual (tindakan irasional). Untuk mencegah hal tersebut, sebaiknya perusahaan publik setiap saat memberi informasi yang cukup ke Bursa Efek, sepanjang informasi tersebut berpengaruh terhadap harga pasar sahamnya.

Upaya untuk merumuskan bagaimana menghitung harga saham yang sesungguhnya, telah dilakukan oleh setiap analis dengan tujuan untuk dapat memperoleh tingkat keuntungan yang memuaskan. Namun demikian, sulit bagi investor untuk terus-menerus bisa mengalahkan pasar dan memperoleh tingkat keuntungan di atas normal. Hal ini disebabkan karena adanya variabel-variabel yang mempengaruhi harga saham tersebut. Sebenarnya variabel-variabel tersebut mudah diketahui. Masalahnya adalah bagaimana menerapkan variabel-variabel tersebut ke dalam suatu model perhitungan yang bisa dipergunakan dalam memilih saham mana yang akan dimasukkan ke dalam portofolio.

Rasio Harga-pendapatan (Price Earning Ratio-PER) merupakan salah satu pendekatan berdasarkan analisis fundamental yang sering digunakan oleh analisis sekuritas dalam menilai harga saham. Pada dasarnya PER memberikan indikasi mengenai jangka waktu yang diperlukan untuk mengembalikan dana pada tingkat harga saham dan

keuntungan perusahaan pada suatu periode tertentu. Oleh karena itu, rasio ini menggambarkan kesediaan investor untuk membayar suatu jumlah untuk setiap rupiah dari perolehan laba perusahaan.

Berikut ini adalah uraian singkat mengenai Model Discount Dividen (DDM) dan model Price Earning Ratio (PER) sebagai model penilaian saham yang menggunakan analisis fundamental.

Model Discount Dividen (DDM) adalah suatu pendekatan dimana nilai sesungguhnya atau intrinsik setiap aset adalah sama dengan jumlah arus tunai yang didiskon yang akan diterima oleh investor dari asetnya sehingga,

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t} \quad \dots (1)$$

dimana,

P_0 = harga saham yang sesungguhnya pada tahun ke-0

D_t = dividen yang diterima pada tahun t.

r = tingkat diskon yang sesuai untuk arus tunai .

Model Price Earning Ratio (PER) adalah suatu pendekatan dimana harga pasar per lembar saham dibagi dengan pendapatan per lembar saham sehingga,

$$PER_t = \frac{P_t}{EPS_t} \quad \dots (2)$$

dimana,

PER_t = price earning ratio pada tahun ke t

P_t = harga penutupan saham pada tahun ke t

EPS_t = earning per share pada akhir tahun ke t.

Meskipun DDM memiliki keunggulan, banyak analis sekuritas yang menggunakan metoda yang lebih sederhana dalam menilai saham biasa. Pertama, pendapatan per lembar saham untuk tahun mendatang, E_1 , diestimasi dan kemudian analis (atau orang lain) menentukan PER saham yang wajar. Kedua, hasil perhitungan tersebut digunakan untuk membentuk estimasi harga saham masa depan, P_1 . dengan estimasi dividen D_1 yang akan dibayar sepanjang periode dan harga kini, P , estimasi return saham untuk periode tersebut dapat ditentukan.

$$\text{Ekspektasi Return} = \frac{(P_1 - P) + D_1}{P} \quad \dots (3)$$

dengan $P_1 = (P_1 / E_1) \times E_1$

Model DDM ini juga yang mendasari pemikiran tentang Price Earning Ratio (PER) dimana dividen dari periode waktu yang berdekatan memiliki hubungan satu sama lain berdasarkan tingkat pertumbuhan dividen. Dimulai dengan mengestimasi harga saham dengan menggunakan model Pertumbuhan Konstan (Constant Growth Model) digunakan P_0 untuk mewakili estimasi harga dari model yaitu

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g} \quad \dots (4)$$

dengan membagi kedua sisi dengan ekspektasi pendapatan, E_1 sehingga

$$P_0 / E_1 = \frac{D_1 / E_1}{k - g} \quad \dots (5)$$

dimana,

P_0 / E_1 = price earning ratio yang didasari oleh ekspektasi pendapatan pada tahun ke-1.

P_0 = harga saham sesungguhnya pada tahun ke-0.

E_1 = pendapatan per lembar saham pada tahun ke-1.

D_1 = dividen yang diterima pada tahun t.

k = tingkat bunga bebas resiko.

g = tingkat pertumbuhan dividen.

D_1 / E_1 = dividen pay-out rasio.

Pendekatan PER pada persamaan (2) tersebut di atas, belum memperhatikan variabel-variabel lain yang berpengaruh terhadap nilai PER, sementara pada persamaan (5) terlihat bahwa PER dipengaruhi oleh variabel-variabel lain. Pendekatan yang memperhatikan variabel-variabel lain untuk mencari nilai PER dapat pula dirumuskan dengan menggunakan suatu model ekonometrika. Adler H. Manurung (1992) menjelaskan bahwa pendekatan PER dengan menggunakan model ekonometrika ini lebih banyak didasari oleh pendugaan variabel-variabel yang berpengaruh terhadap model PER tersebut. Salah satu model yang dikembangkan oleh Adler H. Manurung dalam meneliti kasus pada perusahaan tekstil yang telah go publik adalah :

$PER_j = 11,87 + 0,005 \text{ risk} - 0,082 \text{ growth} + 0,475 \text{ pay-out}$, dimana model ini menjelaskan bahwa resiko mempunyai hubungan positif dengan PER perusahaan. Pertumbuhan perusahaan mempunyai hubungan negatif

terhadap PER perusahaan dan dividen pay-out rasio mempunyai hubungan positif dengan PER perusahaan. Secara rata-rata PER perusahaan tekstil sebesar 12 kali.

Variabel-variabel yang terdapat pada suatu model berubah-ubah dari satu periode ke periode lainnya. Gruber (1971) menyatakan bahwa pengaruh; dividen, pertumbuhan dan tiga variabel lainnya (ketidakstabilan dari pendapatan, pengaruh finansial leverage dan ukuran perusahaan) terhadap harga, selalu berubah-ubah dari tahun ke tahun. Hal ini diperkuat dengan pernyataan Cohen, Zinbarg dan Zeikel (1973) dimana model yang dirumuskan pada kondisi pasar bullish berbeda ketika pada kondisi pasar bearish. Perbedaan dari suatu model disebabkan karena perbedaan kondisi pasar yang terjadi pada Pasar Modal Indonesia.

II.1.2 Metode Analisis

Metoda analisis yang digunakan pada penelitian ini dalam mengestimasi model analisis yang digunakan ialah melalui pendekatan cross sectional.

Pendekatan cross sectional ini kurang intuitif dibandingkan dengan pendekatan time series. Pembangunan model dimulai dengan estimasi sensitifitas sekuritis terhadap variabel-variabel tertentu. Kemudian dalam waktu tertentu, nilai variabel-variabel kemudian diestimasi berdasarkan return sekuritas dan sensitifitas mereka terhadap variabel. Proses ini kemudian diulang beberapa periode waktu yang pada akhirnya nanti, memberikan estimasi standard deviasi dan korelasi variabel-variabel.

Pada pendekatan Time Series, nilai variabel diketahui dan sensitifitas diestimasi, selain itu analisis dilakukan untuk satu sekuritas saja dalam beberapa periode waktu, kemudian sekuritas lain dan lainnya lagi dan seterusnya. Sedangkan pada pendekatan cross sectional, sensitifitas diketahui tetapi nilai variabel diestimasi dan dilakukan pada satu periode tertentu dengan sekelompok sekuritas. Untuk periode berikutnya juga dilakukan pada kelompok sekuritas yang sama dan seterusnya (William F. Sharpe, *Investasi*, Jilid 1, 1997).

Berikut ini adalah contoh persamaan dari pendekatan cross sectional dengan model dua faktor yaitu :

$$r_{it} = a_t + b_{1t}F_{1t} + b_{2t}F_{2t} + e_{it}$$

dimana :

a_t = faktor nol dalam periode waktu t dan kedua faktor dinotasikan F_{1t} dan F_{2t} .

II.1.3 Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu, baik di dalam maupun di luar negeri, telah banyak membahas mengenai Price Earning Ratio (PER) baik itu mengenai model PER itu sendiri maupun mengenai variabel-variabel yang berpengaruh terhadap model PER tersebut pada saham-saham perusahaan di Bursa Efek Jakarta. Adapun penelitian-penelitian terdahulu adalah :

1. Whitbeck-Kisor (1963), dengan penelitiannya yang berjudul "*A New Tool in Investment Decision Making*", menggunakan 135 saham

perusahaan yang berasal dari Bank of New York pada tahun 1961-1962, menghasilkan persamaan estimasi empiris sebagai berikut :

$$\text{PER} = 8,2 + 1,5 \cdot g + 6,7 \cdot b - 0,2 \cdot d \quad \dots (6)$$

dimana,

PER = price earning ratio.

g = perkiraan tingkat pertumbuhan laba normal per lembar saham dalam bentuk decimal.

b = perkiraan rasio pembayaran dividen dalam bentuk desimal.

d = standard deviasi dari tingkat pertumbuhan laba yang diharapkan per lembar saham di sekitar tingkat pertumbuhan yang diperkirakan, dinyatakan dalam decimal.

Bentuk persamaan (4) tersebut di atas hampir sama dengan model penelitian yang dilakukan Elton dan Gruber (1995: 418), "*Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*", dimana penelitiannya berada pada kondisi dan situasi pasar yang berbeda serta periode waktu pengamatan yang berbeda pula. Persamaan empirisnya adalah sebagai berikut :

$$\text{PER} = 8,2 + 1,5 \cdot g + 0,067 \cdot \text{DPO} + 0,2 \cdot \text{SD} \quad \dots (7)$$

dimana,

g = tingkat pertumbuhan laba.

DPO = dividen pay-out rasio.

SD = standard deviasi dari tingkat pertumbuhan laba.

Model Whitbeck – Kisor dengan menggunakan persamaan linear ini sangat membantu dan mudah digunakan untuk memprediksi nilai PER. Model tersebut telah terbukti cukup memuaskan dalam mengevaluasi nilai PER pada perusahaan IBM dan GM. Model ini juga yang digunakan oleh Marwan dan Anton (1999) sebagai salah satu persamaan model analisis pada penelitiannya. Ternyata variabel-variabel bebas pada model tersebut memberi pengaruh yang signifikan kepada PER dan model tersebut konsisten didalam menilai suatu saham dalam suatu kondisi pasar. Berdasarkan uraian tersebut diatas maka persamaan model tersebut dipakai sebagai salah satu model analisis pada penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$PER = a_0 + a_1 . g + a_2 . d + a_3 . SD \quad \dots (8)$$

dimana,

PER = price earning ratio.

g = tingkat pertumbuhan laba.

d = dividen pay-out rasio.

SD = standard deviasi dari tingkat pertumbuhan laba.

Persamaan (8) ini digunakan sebagai model persamaan pada penelitian ini dan kemudian disebut sebagai "Persamaan Model 1".

2. Akhmad Rizqoni (1995) dengan penelitiannya yang berjudul *"Analisa faktor-faktor yang mempengaruhi Price Earning Ratio"*, melakukan uji tentang PER pada periode tahun 1992-1993, dimana pada penelitiannya tersebut kondisi pasar masing-masing berada pada

kondisi bearish dan kondisi bullish.

Nilai PER dianalisa pada 2 kondisi pasar yang berbeda yaitu pada tahun 1992 dan 1993, teknik analisis yang digunakan adalah dengan menggunakan analisis regresi linier berganda yang dinyatakan melalui model persamaan sebagai berikut :

$$Y = a_0 + a_1.x_1 + a_2.x_2 + a_3.x_3 + a_4.x_4 + a_5.x_5 \quad \dots (9)$$

dimana,

Y = price earning ratio - PER

x_1 = tingkat pertumbuhan laba

x_2 = rasio pembayaran dividen (dividen pay-out rasio)

x_3 = rasio hutang terhadap aktiva (leverage)

x_4 = ukuran perusahaan (firm size)

x_5 = stabilitas penjualan

Hasil penelitian ini menyatakan bahwa dalam kondisi baik (bullish), rasio pembayaran dividen, leverage, ukuran perusahaan dan stabilitas penjualan secara bersama-sama berpengaruh terhadap PER. Secara partial, stabilitas penjualan tidak berpengaruh terhadap PER, sedangkan tingkat pertumbuhan laba, rasio pembayaran dividen, leverage dan ukuran perusahaan, masing-masing berpengaruh kuat terhadap PER.

3. Amiruddin dan Sonny (1997), dengan penelitiannya yang berjudul *"Faktor-faktor yang Berpengaruh terhadap Price Earning Ratio Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta"*, melakukan penelitian pada sekelompok perusahaan manufaktur dengan periode

waktu pengamatan tahun 1994-1995.

Dari hasil analisis diperoleh suatu persamaan regresi linear berganda adalah sebagai berikut :

$$\text{PER} = -22,243 + 0,3280 \cdot \text{DPR} + 0,0019787 \cdot \text{PM} - 0,3672 \cdot \text{LEV} - 0,1660 \cdot \text{ATO} + 0,3449 \cdot \text{FS} \quad \dots (10)$$

dimana,

DPR = dividen pay-out rasio

PM = profit margin perusahaan

LEV = leverage (rasio hutang terhadap aktiva)

ATO = perputaran aktiva perusahaan

FS = firm size atau ukuran perusahaan

Variabel-variabel tersebut di atas adalah sama seperti penelitian yang dilakukan oleh *Constand, Richard L, Freitas LP* dan *Sullivan MJ (1991)*. Hasil penelitian ini menyatakan bahwa dividen pay-out rasio, leverage dan ukuran perusahaan secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap PER, sedangkan profit margin dan perputaran aktiva tidak berpengaruh terhadap PER dan dikeluarkan dari model.

4. **Kaziba A. dan Agus S. (1997)**, dimana pada penelitian yang dilakukannya melalui pengujian variabel-variabel yang berpengaruh terhadap price earning ratio dengan menggunakan data perusahaan-perusahaan Amerika yang dipublikasikan dalam *dividend achiever*, menunjukkan bahwa tujuh variabel yang digunakan berpengaruh secara signifikan terhadap PER dan konsisten pada enam industri yang berbeda. Tujuh variabel yang digunakan tersebut adalah : penjualan,

dividen pay-out rasio, aktiva tetap, leverage, return on equity, ukuran perusahaan dan tingkat pertumbuhan laba.

Dengan mengacu pada hasil-hasil penelitian terdahulu serta uraian-uraian mengenai penelitian tersebut di atas maka sebagai model persamaan lain yang digunakan pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$PER = b_0 + b_1 \cdot g + b_2 \cdot d + b_3 \cdot LEV + b_4 \cdot FS \quad \dots (11)$$

dimana,

PER = price earning ratio

g = tingkat pertumbuhan laba

d = dividen pay-out rasio

LEV = leverage

FS = firm size atau ukuran perusahaan

Model persamaan tersebut diatas adalah merupakan model persamaan sebagai hasil gabungan penelitian-penelitian dari **Akhmad Rizqoni, Amiruddin – Sonny dan Kaziba A. – Agus. S.** Persamaan (11) ini kemudian digunakan sebagai model persamaan pada penelitian ini dan disebut sebagai “Persamaan Model 2 “.

5. **Marwan dan Anton (1999)**, dengan penelitiannya yang berjudul, *“Price Earning Ratio (PER) Model Consistency: Evidence from Jakarta Stock Exchange”*, pada penelitian yang dilakukan dengan periode waktu pengamatan tahun 1995 – 1997, dimana kondisi pasar berada pada kondisi normal, bullish dan bearish. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa :

- a. Analisis regresi cross-sectional yang digunakan pada penelitiannya mampu menjelaskan variabel-variabel yang berpengaruh terhadap PER pada satu periode waktu.
- b. Dari hasil penelitiannya, memperlihatkan hasil yang berbeda dari tahun ke tahun selama periode waktu pengamatan dimana kondisi dan situasi pasar berbeda. Dengan kata lain dapat disimpulkan bahwa model PER tidak konsisten didalam menilai harga saham dengan periode waktu pengamatan yang berbeda-beda walaupun sampel dan metode yang digunakan adalah sama.
- c. Akhirnya , yang perlu diingat oleh para analis dan investor dalam menilai harga saham adalah bahwa tidak ada satupun model pendekatan penilaian saham yang sempurna karena hal tersebut lebih didasarkan pada suatu seni dari pada sebuah perhitungan matematika (a. science).

II.2 Kerangka Pemikiran Teoritis

II.2.1 Pendahuluan

Pemilihan suatu metode yang tepat, di dalam menilai harga saham dilakukan mulai dari metode yang paling sederhana yaitu “mechanical method” sampai dengan hipotesis dari variabel-variabel yang mempengaruhi harga saham. Sejalan dengan teori efisiensi pasar, tidak ada mechanical method sederhana yang dapat menilai saham dengan baik pada suatu pasar. Dengan kata lain, variabel-variabel yang menentukan harga suatu saham lebih mudah ditentukan jika menggunakan suatu model persamaan (Marwan dan Anton, 1999).

Faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham seperti, tingkat pertumbuhan laba, dividen pay-out rasio, standard deviasi dari tingkat pertumbuhan laba, leverage dan ukuran perusahaan kemudian diimplementasikan ke dalam suatu model persamaan. Seperti yang dijelaskan sebelumnya maka model persamaan yang digunakan pada penelitian ini adalah sebagai berikut :

Persamaan model 1.

$$PER = a_0 + a_1 . g + a_2 . d + a_3 . SD$$

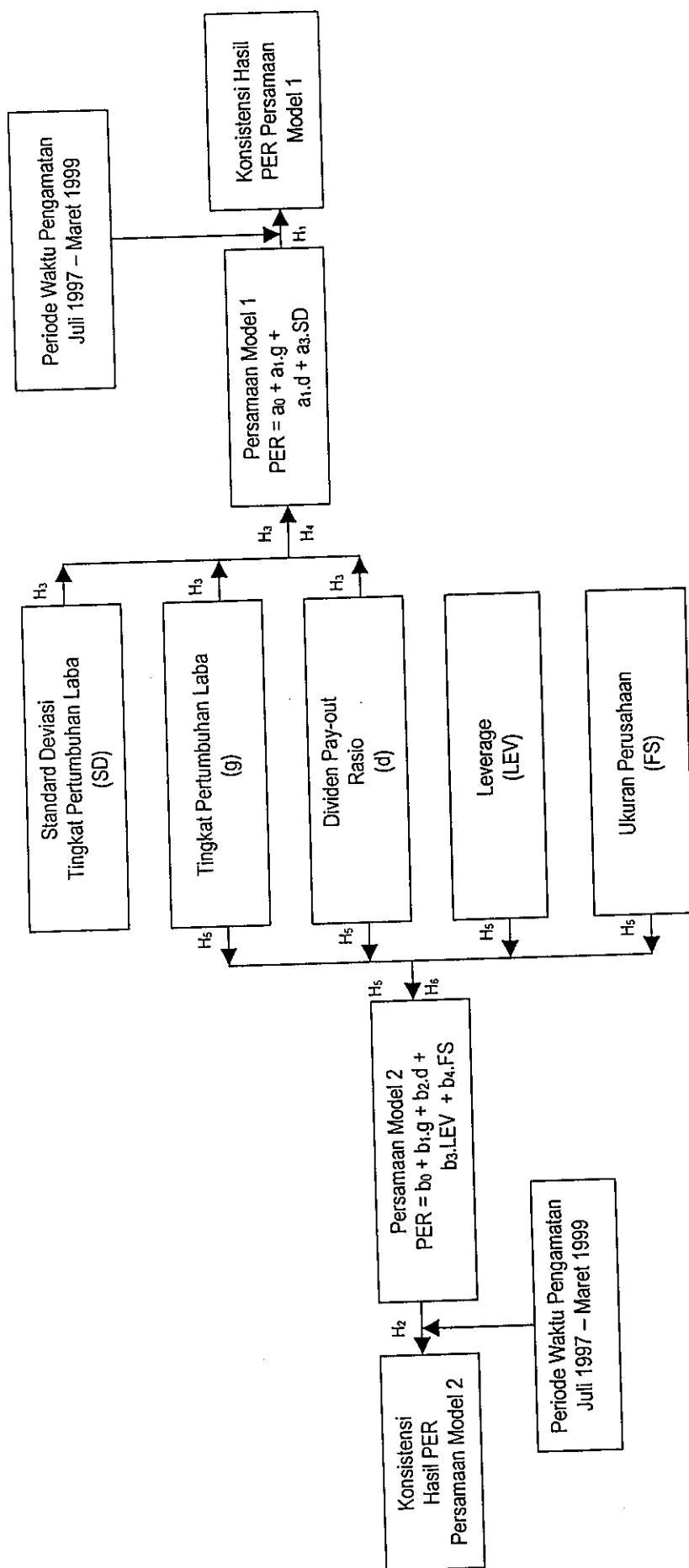
Persamaan model 2.

$$PER = b_0 + b_1 . g + b_2 . d + b_3 . LEV + b_4 . FS$$

Kedua persamaan model tersebut kemudian diuji dengan menggunakan metode analisis regresi linier berganda. Dengan melalui analisis ini diharapkan dapat diketahui variabel-variabel yang berpengaruh terhadap PER dan dapat diketahui apakah PER konsisten di dalam menilai harga suatu saham selama periode waktu pengamatan.

Pendekatan penilaian harga saham melalui persamaan model PER diharapkan dapat menjelaskan apakah saham tersebut over priced atau under priced. Dengan membandingkan nilai PER yang sesungguhnya dengan nilai PER yang wajar yaitu jika nilai PER saham yang sesungguhnya lebih besar dari nilai PER yang wajar maka saham tersebut disebut over priced dan sebaliknya jika nilai PER saham yang sesungguhnya lebih kecil dari nilai PER yang wajar maka saham tersebut disebut under priced.

II.2.2 Kerangka Pemikiran Teoritis



II.3 Hipotesis

Berdasarkan latar belakang perumusan masalah, tujuan penelitian dan landasan teori serta penelitian sebelumnya, ditetapkan hipotesis sebagai berikut :

- H_1 : hasil PER dari persamaan model 1 konsisten di dalam menilai suatu saham selama periode waktu pengamatan.
- H_2 : hasil PER dari persamaan model 2 konsisten di dalam menilai suatu saham selama periode waktu pengamatan.
- H_3 : tingkat pertumbuhan laba, dividen pay-out rasio dan standard deviasi dari tingkat pertumbuhan laba pada persamaan model 1 secara sendiri-sendiri mempunyai pengaruh yang signifikan kepada PER.
- H_4 : tingkat pertumbuhan laba, dividen pay-out rasio dan standard deviasi dari tingkat pertumbuhan laba pada persamaan model 1 secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan kepada PER.
- H_5 : tingkat pertumbuhan laba, dividen pay-out rasio, leverage dan ukuran perusahaan pada persamaan model 2 secara sendiri-sendiri mempunyai pengaruh yang signifikan kepada PER.
- H_6 : tingkat pertumbuhan laba, dividen pay-out rasio, leverage dan ukuran perusahaan pada persamaan model 2 secara

bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan kepada PER.

II.4 Definisi Operasional Variabel

Dari kedua model persamaan yang digunakan pada penelitian ini mempunyai variabel yang berbeda, dimana masing-masing variabel diidentifikasi dan dinyatakan sebagai berikut :

a. Persamaan Model 1 :

$$PER = a_0 + a_1 \cdot g + a_2 \cdot d + a_3 \cdot SD$$

dimana,

PER = price earning ratio, adalah suatu indikasi tentang jangka waktu yang diperlukan untuk mengembalikan dana pada tingkat harga saham dan keuntungan perusahaan pada suatu periode tertentu.

g = tingkat pertumbuhan laba dinyatakan dalam bentuk desimal.

d = dividen pay-out rasio dinyatakan dalam bentuk desimal.

SD = standard deviasi dari tingkat pertumbuhan laba yang diharapkan dari setiap lembar saham yang dinyatakan dalam bentuk desimal.

Definisi variabel-variabel tersebut di atas adalah sama seperti penelitian yang telah dilakukan oleh Marwan dan Anton (1999)

b. Persamaan Model 2 :

$$PER = b_0 + b_1 \cdot g + b_2 \cdot d + b_3 \cdot LEV + b_4 \cdot FS$$

dimana,

UPT-PUSTAKA-UNDIP

PER = price earning ratio, adalah suatu indikasi tentang jangka waktu yang diperlukan untuk mengembalikan dana pada tingkat harga saham dan keuntungan perusahaan pada suatu periode tertentu.

g = tingkat pertumbuhan laba dinyatakan dalam bentuk desimal.

d = dividen pay-out rasio dinyatakan dalam bentuk desimal.

LEV = leverage adalah perbandingan antara perbedaan asset to equity ratio pada tahun t+1 dan pada tahun t dengan asset to equity ratio pada tahun t.

FS = firm size / ukuran perusahaan adalah perbandingan antara perbedaan (selisih) dari total asset pada tahun t+1 dan pada tahun t dengan total asset pada tahun t.

Definisi variabel-variabel tersebut di atas adalah sama seperti pada penelitian yang telah dilakukan oleh Marwan – Anton (1999) dan Amiruddin – Sonny (1997).

II.5 Model Empiris Perhitungan

Dari definisi operasional variabel pada kedua persamaan model tersebut di atas, masing-masing variabel mempunyai model empiris perhitungan sebagai berikut :

Persamaan Model 1

1. Price Earning Ratio (PER)

$$\boxed{PER_t = \frac{P_t}{EPS_t}} \quad \dots (12)$$

Sumber : Marwan - Anton (1999)

dimana,

PER_t = price earning ratio pada tahun ke t

P_t = harga penutupan saham pada akhir tahun ke t

EPS_t = earning per share pada tahun ke t

2. Tingkat Pertumbuhan Laba (g)

$$g_t = \frac{\sum_{n=1}^5 \frac{EPS_{t-n+1} - EPS_{t-n}}{EPS_{t-n}}}{5} \quad \text{..... (13)}$$

Sumber : Marwan - Anton (1999)

dimana,

g_t = tingkat pertumbuhan laba pada tahun ke t

EPS_{t-n+1} = earning per share pada tahun ke t-n+1

EPS_{t-n} = earning per share pada tahun ke t-n

3. Dividen Pay-out Rasio (d)

$$d_t = \frac{DPS_t}{EPS_t} \quad \text{..... (14)}$$

Sumber : Marwan - Anton (1999)

dimana,

d_t = dividen pay out rasio pada tahun t

DPS_t = dividen per share pada tahun t

EPS_t = earning per share pada tahun t

4. Standard Deviasi dari Tingkat Pertumbuhan Laba (SD)

$$SD_t = \sqrt{\frac{\sum_{n=0}^3 (g_{t-n} - \bar{g})^2}{4-1}} \quad \text{..... (15)}$$

Sumber : Marwan - Anton (1999)

dimana,

SD_t = standar deviasi dari tingkat pertumbuhan laba pada tahun t

g_t = tingkat pertumbuhan laba pada tahun t

\bar{g}_t = rata-rata pertumbuhan laba pada tahun t-0 sampai tahun t-3.

Persamaan Model 2

5. Price Earning Ratio (PER)

$$\boxed{PER_t = \frac{P_t}{EPS_t}} \quad \text{..... (16)}$$

Sumber : Marwan - Anton (1999)

dimana,

PER_t : price earning ratio pada tahun ke-t

P_t : harga penutupan saham pada akhir tahun ke-t

EPS_t : earning per share pada tahun ke-t

6. Tingkat Pertumbuhan Laba (g)

$$\boxed{g_t = \frac{\sum_{n=1}^5 \frac{EPS_{t-n+1} - EPS_{t-n}}{EPS_{t-n}}}{5}} \quad \text{..... (17)}$$

Sumber : Marwan - Anton (1999)

dimana,

g_t = tingkat pertumbuhan laba pada tahun ke t

EPS_{t-n+1} = earning per share pada tahun ke t-n+1

EPS_{t-n} = earning per share pada tahun ke t-n

7. Dividen Pay – out Rasio (d)

$$d_t = \frac{DPS_t}{EPS_t} \quad \text{..... (18)}$$

Sumber : Marwan - Anton (1999)

dimana ,

d_t : dividen pay – out rasio pada tahun t

DPS_t : dividen per share pada tahun t

EPS_t : earning per share pada tahun t

8. Leverage (LEV)

$$LEV_t = \frac{\frac{Ass_{t+1}}{Eq_{t+1}} - \frac{Ass_t}{Eq_t}}{\frac{Ass_t}{Eq_t}} \quad \text{..... (19)}$$

Sumber : Amiruddin – Sonny (1997)

dimana ,

LEV_t : leverage pada tahun ke-t dalam desimal

Ass_{t+1} : total asset pada tahun ke t+1

Eq_{t+1} : equity pada tahun ke t+1

Ass_t : total asset pada tahun ke t

Eq_t : equity pada tahun ke t

9. Firm Size / Ukuran Perusahaan (FS)

$$FS_t = \frac{Ass_{t+1} - Ass_t}{Ass_t} \quad \text{..... (20)}$$

Sumber : Amiruddin – Sonny (1997)

dimana ,

FS_t : ukuran perusahaan pada tahun ke-t dalam persen

Ass_{t+1} : total asset perusahaan pada tahun ke t+1

Ass_t : total asset perusahaan pada tahun ke-t

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

III.1 Jenis dan Sumber Data yang Digunakan

Jenis data yang digunakan pada penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder adalah data yang dikumpulkan atau dibuat oleh pihak lain dan dibutuhkan dalam penelitian ini berupa laporan keuangan tahunan. Data lieteratur dan journal mengenai hal-hal pada penelitian ini khususnya tentang Bursa Efek Jakarta (BEJ) diambil dari berbagai literatur dan journal yang bersumber dari Bursa Efek Jakarta cabang Semarang dan beberapa perpustakaan yang ada di Semarang.

III.2 Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel

III.2.1 Populasi Sampel

Populasi adalah satuan pengamatan dalam obyek penelitian ini dimana merupakan suatu kelompok yang terdiri dari seluruh perusahaan-perusahaan yang telah go publik dan telah tercatat pada Bursa Efek Jakarta (BEJ). Perusahaan-perusahaan tersebut kemudian dipergunakan sebagai sampel dalam penelitian ini. Kriteria-kriteria yang digunakan dalam menentukan sampel pada penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Saham perusahaan dimana saham-saham tersebut sudah tercatat pada Bursa Efek Jakarta (BEJ) selama periode waktu pengamatan (tahun 1997, 1998 dan tahun 1999) dan atau telah terdaftar di BEJ sejak tahun 1997.

2. Masing-masing saham perusahaan tersebut, mempunyai data EPS sejak tahun 1992. Data ini diperlukan didalam menghitung Rate of Return Growth (g) dari masing-masing saham tersebut. Rate of Return Growth (tingkat pertumbuhan laba - g) sebagai salah satu variabel dari model persamaan yang digunakan pada penelitian ini adalah merupakan hasil perhitungan dengan menggunakan nilai EPS selama lima tahun terakhir.
3. Penyimpangan dari variabel-variabel pada setiap periode dibatasi + atau - dari rata-rata standard deviasi masing-masing variabel setiap periode. Hal ini dapat diartikan bahwa nilai-nilai tersebut diperbolehkan keluar / menyimpang sebesar deviasi standard dari rata-rata setiap variabel.

Berdasarkan kriteria tersebut di atas, dari 277 saham yang terdaftar di BEJ hingga bulan Desember 1999, hanya 257 saham yang telah terdaftar di BEJ sejak tahun 1997 sampai 1999. Dari kriteria dan ketentuan tersebut di atas hanya 185 saham yang mempunyai data EPS sejak tahun 1992. Adapun nilai tengah dan standard deviasi untuk setiap variabel dari populasi sebesar 257 saham pada masing-masing tahun pengamatan dapat dilihat seperti pada tabel 1.

Tabel 1. Deskripsi statistik tiap-tiap variabel dari saham-saham yang tercatat pada Bursa Efek Jakarta periode tahun 1997-1999.

Variabel	Nilai Tengah	Standard Deviasi	Nilai		Penyimpangan/Outliers	
			MAX	MIN	Top	Bottom
PER'97	37,523	369,042	5.000,000	(175,000)	406,565	(331,519)
g'97	(0,536)	2,810	15,760	(16,900)	2,275	(3,346)
d'97	2,619	28,143	373,125	(43,417)	30,762	(25,524)
SD of g '97	0,649	1,328	9,183	0,054	1,977	(0,678)
LEV'97	0,060	5,928	45,648	(42,056)	5,988	(5,868)
FS'97	0,369	1,692	21,206	(0,919)	2,061	(1,323)
PER'98	6,240	52,593	475,000	(265,909)	58,833	(46,352)
g'98	(12,402)	103,791	30,996	(1.244,607)	91,389	(116,193)
d'98	0,236	2,250	30,000	(2,667)	2,486	(2,013)
SD of g '98	6,259	34,238	413,809	1,096	40,496	(27,979)
LEV'98	(0,323)	3,291	20,219	(22,844)	2,968	(3,615)
FS'98	0,038	0,236	1,012	(0,869)	0,274	(0,198)
PER'99	6,672	26,555	175,000	(108,333)	33,226	(19,883)
g'99	(12,510)	103,808	30,440	(1.244,808)	91,298	(116,318)
d'99	0,169	0,581	5,036	(0,167)	0,750	(0,412)
SD of g '99	9,579	48,170	583,776	0,771	57,749	(38,591)
LEV'99	(0,055)	2,486	10,838	(18,583)	2,431	(2,540)
FS'99	0,049	0,485	4,264	(0,996)	0,534	(0,436)

Sumber : Data Sekunder, diolah.

Pada tabel 1 ini terlihat dengan jelas besarnya nilai penyimpangan yang diperbolehkan untuk setiap variabel pada masing-masing periode tahun pengamatan. Berdasarkan nilai penyimpangan tersebut di atas, maka populasi dari jumlah sampel yang dipergunakan pada penelitian ini adalah menjadi 94 saham (seperti terlampir pada lampiran 7).

III.2.2 Teknik Pengambilan Sampel

Teknik pengambilan sampel berupa pengumpulan atau pengambilan data-data yang dipergunakan pada penelitian ini, diambil dari

laporan keuangan perusahaan pada tahun 1992 sampai dengan 31 Desember 1999. Untuk harga saham (*closing price* – P) tahun 1997 dan tahun 1998, menggunakan harga saham pada penutupan akhir tahun per tanggal 31 Desember 1997 dan tahun 1998, yang diambil dari buku “JXS Statistics 1997 dan 1998”. Khusus untuk harga saham tahun 1999, data diambil dari “JXS 1st Quarter 1999”.

EPS tahun 1992 – 1994 diambil dari buku “Indonesian Capital Market Directory” tahun 1995, sedangkan data EPS 1995 – 1998 diambil dari buku “JXS Fact Book 1996, 1997, 1998 dan 1999”. Data EPS untuk tahun 1999 diambil dari “JXS Statistics 1999” dan data EPS untuk tahun 1st Quarter 1999 dan tahun 1st Quarter 2000 diambil dari “JXS Statistics 2nd Quarter 1999 dan 1st Quarter 2000”.

Data-data untuk Total Asset dan Equity yang diperlukan, diambil dari buku yang sama dengan data-data EPS.

Dividen per lembar saham (DPS) tahun 1997, 1998 dan 1999 diambil dari buku “JXS Statistics 1997, 1998 dan 1999”. Untuk sebagian perusahaan data DPS diambil dari laporan keuangan masing-masing perusahaan per tanggal 31 Desember 1999 dan buku “JXS Monthly Statistics Januari s/d Juni 2000”, mengingat sebagian perusahaan baru membagikan dividen untuk tahun buku 1999 pada tahun 2000.

III.3 Metode Pengumpulan Data

Prosedur pengumpulan data menggunakan cara teknik dokumentasi yaitu dengan cara mengumpulkan terbitan atau media cetak di mana

terdapat data laporan keuangan perusahaan yang telah go publik pada BEJ dan informasi lain yang berisi tentang BEJ serta literatur-literatur lainnya. Data laporan keuangan tahunan menggunakan data-data yang terdapat pada **Indonesian Capital Market Directory** tahun 1995, 1996, 1997, 1998 dan 1999 yang diterbitkan oleh **Institute for Economic and Financial Research** serta **Jakarta Stock Exchange Monthly 1st Quarter 1999**.

III.4 Teknik Analisis

Untuk analisis persamaan model PER pada penelitian ini menggunakan metode pendekatan cross sectional. Melalui metode pendekatan ini, dilakukan suatu perhitungan analisis pada kelompok yang terdiri dari seluruh sekuritas yang ada pada periode waktu pengamatan yang berbeda dengan menggunakan persamaan model PER sebagai berikut :

- **Persamaan model 1**

$$PER = a_0 + a_1 \cdot g + a_2 \cdot d + a_3 \cdot SD$$

- **Persamaan model 2**

$$PER = b_0 + b_1 \cdot g + b_2 \cdot d + b_3 \cdot LEV + b_4 \cdot FS$$

Koefisien determinasi ($=R^2$) dari hasil regresi cross sectional menunjukkan tingkat kejelasan yang dapat diberikan oleh model tersebut terhadap perubahan variabel dependent. Secara umum nilai R^2 terletak pada nilai 0 sampai dengan 1 ($0 < R^2 < 1$).

Nilai R^2 dapat dirumuskan sebagai berikut (Gujarati : 1995 : 76)

$$R^2 = ESS / TSS$$

dimana,

R^2 = Koefisien determinasi

ESS = Explained Sum of Square

TSS = Total Sum of Square

$$TSS = ESS + RSS$$

dimana :

TSS = Total Sum of Square

ESS = Explained Sum of Square TSS

RSS = Residual Sum of Square

Koefisien Korelasi ganda dihitung $r = \sqrt{R^2}$

Beberapa tehnik analisis yang digunakan pada penelitian ini adalah sebagai berikut :

a. Pengujian Hipotesis

Pengujian statistik untuk hipotesis digunakan uji baku yaitu : Uji F dan Uji - t. Uji F digunakan untuk menguji pengaruh variabel-variabel bebas secara bersama-sama terhadap PER melalui hipotesis sebagai berikut :

$$H_{01} : a_0 = a_1 = a_2 = a_3 = 0$$

$$H_{a1} : a_0 \neq a_1 \neq a_2 \neq a_3 \neq 0$$

$$H_{02} : b_0 = b_1 = b_2 = b_3 = b_4 = 0$$

$$H_{a2} : b_0 \neq b_1 \neq b_2 \neq b_3 \neq b_4 \neq 0$$

bila F-hitung > F-tabel maka H_0 ditolak dan bila F-hitung < F-tabel maka H_0 diterima. Tingkat signifikansi atau level of significant

ditetapkan sebesar 0,05. Besarnya F-hitung ditentukan dengan rumus sebagai berikut (Gujarati : 1995. 248) :

$$F\text{-hitung} = \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (n - k)}$$

dimana,

k = jumlah variabel bebas ; n = jumlah sampel; R^2 = koefisien determinan.

Uji -t digunakan untuk melihat tingkat signifikansi tiap koefisien regresi variabel bebas secara individual melalui hipotesis sebagai berikut :

$$H_0: a_1 = 0$$

$$H_a: a_1 \neq 0$$

$$H_0: b_1 = 0$$

$$H_a: b_1 \neq 0$$

Bila t-hitung > t-tabel maka H_0 ditolak dan sebaliknya bila t-hitung < t-tabel maka H_0 diterima. H_0 ditolak berarti parameter $a_1 = 0$ dan dinyatakan a_1 adalah signifikan sehingga perubahan PER dipengaruhi oleh variabel bebas yang bersangkutan, begitu pula untuk b_1 . Selanjutnya untuk tiap parameter lainnya a_2, a_3 dan b_2, b_3, b_4 dari masing-masing variabel bebas lainnya dilakukan pengujian dengan cara yang sama. Perhitungan t-hitung dilakukan dengan rumus (Gujarati: 1995,126):

$$t\text{-hitung} = b_i / S_{b_i}$$

dimana, b_i = parameter variabel bebas dan S_{b_i} = standard deviasi parameter b_i . Harga t -hitung pada pengujian melalui parameter ini menunjukkan tingkat dominasi pengaruh variabel bebas tersebut pada PER.

b. Analisis Step-wise dan All possible regression.

Analisis ini dilakukan untuk melihat kemungkinan mengeluarkan variabel-variabel dengan interkorelasi tinggi dan melakukan seleksi bentuk persamaan estimasi yang terbaik. Dalam analisis ini, variabel-variabel dengan tingkat hubungan yang paling tinggi terhadap variabel terikat secara berurutan atau bertahap dimasukkan ke dalam persamaan model estimasi sesuai dengan tingkat kenaikan koefisien determinannya.

c. Pengujian Diagnostik (second order test)

Pengujian ini meliputi multi-kolinearitas, linearitas dan normalitas. Sebelum melakukan uji statistik dilakukan analisis korelasi melalui correlation matrix, untuk mengamati tingkat hubungan antar variabel-variabel bebas dan masing-masing variabel bebas pada variabel terikatnya. Pengamatan ini dimaksudkan untuk mengungkap kemungkinan kolinieritas yang tinggi antar variabel bebas. Uji linearitas atau functional form untuk memeriksa kemungkinan terjadinya perubahan bentuk fungsional dari model persamaan estimasi. Sementara uji normalitas (normality) untuk melihat asumsi normalitas distribusi residual yang digunakan pada model persamaan estimasi.

BAB IV

GAMBARAN UMUM OBYEK PENELITIAN

Sejarah Singkat Perkembangan Pasar Modal di Indonesia

Pasar Modal di Indonesia yang kita kenal sekarang ini, sebenarnya sudah ada sejak jaman pemerintahan kolonial Belanda. Tujuan pemerintah kolonial Belanda mendirikan Pasar Modal pada waktu itu adalah untuk menghimpun dana guna menunjang ekspansi usaha perkebunan milik orang-orang Belanda di Indonesia. Para investor yang berkecimpung di Bursa Efek pada waktu itu adalah orang-orang Hindia Belanda dan Eropa lainnya. Munculnya Pasar Modal di Indonesia secara resmi diawali dengan didirikannya *Vereniging voor de Effectenhandel* di Jakarta pada tanggal 14 Desember 1912. Perkembangan Pasar Modal di Jakarta pada waktu itu cukup menggembirakan, sehingga pemerintah kolonial Belanda terdorong untuk membuka Bursa Efek di kota lain, yaitu di Surabaya pada tanggal 11 Januari 1925, dan di Semarang pada tanggal 1 Agustus 1925.

Pada awal tahun 1939 terjadi gejolak politik di Eropa yang mempengaruhi perdagangan efek di Indonesia. Melihat situasi yang tidak menguntungkan ini, pemerintah kolonial Belanda menutup Bursa Efek di Surabaya maupun di Semarang dan kemudian memusatkan perdagangan efek di Jakarta. Kemudian, pada tanggal 10 Mei 1940 Bursa Efek di Jakarta juga ditutup, yang disebabkan oleh Perang Dunia II. Dengan penutupan ketiga Bursa Efek tersebut, maka kegiatan perdagangan efek di Indonesia menjadi terhenti.

Tanggal 1 September 1951, setelah adanya pengakuan kedaulatan dari pemerintah Hindia Belanda, pemerintah mengeluarkan undang-undang darurat No. 13 tentang bursa untuk mengaktifkan kembali Bursa Efek Indonesia. Undang-undang tersebut kemudian ditetapkan sebagai Undang Undang No. 15 Tahun 1952. Sejak itu Bursa Efek dibuka kembali, dengan memperdagangkan efek yang dikeluarkan sebelum PD II. Namun, keadaan ini hanya berlangsung sampai dengan tahun 1958. Pada tanggal 10 Agustus 1977, Presiden Republik Indonesia secara resmi membuka kembali Pasar Modal di Indonesia yang ditandai dengan go public PT. Semen Cibinong. Penutupan Bursa Efek saat itu berlatarbelakang politis, terutama dengan tujuan agar sistem perekonomian nasional lebih mengarah ke sistem sosial.

Sejak diaktifkan kembali kegiatan Pasar Modal Indonesia pada tanggal 10 Agustus 1977, Bursa Efek terus berkembang. Pemerintah memberi beberapa kemudahan tentang pelaksanaan Bursa Efek. Terakhir, pemerintah bersama-sama dengan Dewan Perwakilan Rakyat (DPR) menyusun Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. Dengan lahirnya undang-undang ini, mekanisme transaksi Bursa Efek di Indonesia beserta lembaga-lembaga penunjangnya memperoleh kepastian hukum dalam menjalankan usahanya.

Perkembangan Pasar Modal Indonesia setelah tahun 1988 menunjukkan jumlah perkembangan yang sangat signifikan. Bahkan pernah dikatakan bahwa Pasar Modal Indonesia merupakan bursa berkembang tercepat di dunia, meskipun hal tersebut belum pernah dibuktikan secara empiris. Data statistik perkembangan Bursa Efek Jakarta dapat dilihat pada tabel 2.

Tabel 2
Perkembangan Beberapa Indikator Bursa Efek Jakarta
1985 – Quarter 1st 2000

Tahun	Volume Perdagangan (juta)	Nilai Saham Rp (milliar)	Volume Rata-rata (juta)	Nilai per Hari Rp (milliar)	Jumlah Emiten	Nilai Kapasitas Rp (milliar)
1985	1,89	3,21	0,007	0,013	24	89,33
1986	1,43	1,82	0,005	0,007	24	94,23
1987	2,52	5,18	0,010	0,021	24	100,10
1988	6,94	30,59	0,028	0,122	24	449,24
1989	95,79	964,27	0,388	3,904	56	4309,44
1990	702,58	7311,29	2,891	30,088	122	14186,63
1991	1007,58	5778,25	4,114	23,585	139	16435,89
1992	1706,27	7953,30	6,908	32,200	153	24839,45
1993	3844,03	19086,24	15,626	77,586	172	69299,60
1994	5292,58	25482,80	21,602	104,011	217	103835,24
1995	10.646,44	32357,50	43,278	131,535	238	152246,46
1996	29.527,17	75729,89	118,585	304,136	253	215026,10
1997	76.599,17	120385,17	311,379	489,371	282	159929,86
1998	90.620,53	99684,70	366,885	403,582	288	175728,98
1999	178.486,58	147879,99	722,618	598,704	277	440123,09
Q1.2000	51.821,51	55342,77	878,331	938,013	283	367950,53

Sumber : JXS Statistic 1st Quarter 2000.

Melihat perkembangan beberapa indikator tersebut menunjukkan adanya peningkatan yang sangat pesat. Apabila pada tahun 1985 hanya terdapat 24 emiten yang tercatat, pada akhir 1999 meningkat menjadi 277 emiten. Adanya perkembangan tersebut perdagangan dengan cara manual sudah tidak relevan lagi. Sehingga mengharuskan Bursa Efek Jakarta untuk mengotomatisasi operasi perdagangan efek terpadu, yaitu sistem perdagangan efek berbasis komputer yang disebut dengan Jakarta Automated System (JATS). Implementasi JATS dilaksanakan mulai tanggal 22 Mei 1995.

BAB V

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

V.1 Pendahuluan

Dari data kerat lintang perusahaan-perusahaan yang tercatat pada Bursa Efek Jakarta (BEJ), hanya 94 perusahaan saja yang digunakan sebagai sampel pada penelitian ini. Data-data yang dibutuhkan pada penelitian ini diambil dari masing-masing perusahaan tersebut selama periode waktu pengamatan yaitu Juli 1997 sampai dengan Maret 1999.

Dengan menggunakan dua persamaan model ekonometrika dan data-data dari perusahaan-sampel, dapat diprediksi besaran nilai PER dari masing-masing model persamaan yang kemudian digunakan untuk melihat sampai seberapa jauh PER konsisten di dalam menilai suatu saham, hasil PER dari model persamaan tersebut kemudian dibandingkan dengan hasil PER yang merupakan perbandingan antara harga saham (P) dengan pendapatan per lembar saham (EPS). Uji Statistik Parametrik yang digunakan yaitu melalui uji hipotesis beda dua mean.

Penggunaan dua persamaan model dengan variabel independen yang berbeda untuk masing-masing model akan memberikan hasil PER yang dapat berbeda, hal ini tergantung pada sensitifitas variabel bebas tersebut terhadap perubahan pasar dan sampai seberapa jauh variabel-variabel independen tersebut berpengaruh kepada variabel dependen. Untuk melihat sampai seberapa jauh masing-masing variabel independen

tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap PER, baik itu secara sendiri-sendiri dan atau bersama-sama maka dilakukan pengujian dengan menggunakan Analisa Regresi Linier Berganda.

V.2 Analisis Konsistensi PER (Uji Hipotesis H_1 dan H_2)

Dalam menguji hipotesis-hipotesis penelitian, apakah hasil PER dari persamaan model 1 dan persamaan model 2 konsisten didalam menilai suatu saham selama periode waktu pengamatan dengan formulasi hipotesis-hipotesis sebagai berikut :

1. Formulasi hipotesis nihil dan hipotesis alternatif untuk Persamaan

Model 1 :

H_0 : Hasil PER dari persamaan model 1 tidak konsisten didalam menilai suatu saham selama periode waktu pengamatan.

H_1 : Hasil PER dari persamaan model 1 konsisten didalam menilai suatu saham selama periode waktu pengamatan.

2. Formulasi hipotesis nihil dan hipotesis alternatif untuk Persamaan

Model 2 :

H_0 : Hasil PER dari persamaan model 2 tidak konsisten didalam menilai suatu saham selama periode waktu pengamatan.

H_2 : Hasil PER dari persamaan model 2 konsisten didalam menilai suatu saham selama periode waktu pengamatan.

Adapun prosedur pengujian adalah sebagai berikut :

1. $H_0 : \mu_1 \neq \mu_2$ atau $\bar{D} \neq 0$

Bahwa **hasil PER dari persamaan model 1** tidak sama atau berbeda (ada perbedaan secara signifikan) dengan hasil PER EPS (Closing Price /EPS) atau dengan kata lain tidak konsisten didalam menilai suatu saham.

$H_1 : \mu_1 = \mu_2$ atau $\bar{D} = 0$

Bahwa **persamaan model 1** sama atau tidak berbeda secara signifikan dengan hasil PER EPS (Closing Price /EPS) atau dengan kata lain konsisten didalam menilai suatu saham.

2. $H_0 : \mu_1 \neq \mu_2$ atau $\bar{D} \neq 0$

Bahwa **hasil PER dari persamaan model 2** tidak sama atau berbeda (ada perbedaan secara signifikan) dengan hasil PER EPS (Closing Price /EPS) atau dengan kata lain tidak konsisten didalam menilai suatu saham.

$H_2 : \mu_1 = \mu_2$ atau $\bar{D} = 0$

Bahwa **hasil PER dari persamaan model 2** sama atau tidak berbeda secara signifikan dengan hasil PER EPS (Closing Price / EPS) atau dengan kata lain konsisten didalam menilai suatu saham.

Dari hasil Analisa Konsistensi PER pada **lampiran 19** (terlampir) dapat disimpulkan sebagai berikut :

a. Persamaan model 1

- Tahun 1997

- $t_{hitung} < t_{tabel}; 1,523 < 1,665$

- Maka H_0 diterima, H_1 ditolak
- Artinya : **persamaan PER model 1 tidak konsisten**
- Tahun 1998
 - $t \text{ hitung} < t \text{ tabel}; 1,663 < 1,665$
 - Maka H_0 diterima, H_1 ditolak
 - Artinya : **persamaan PER model 1 tidak konsisten**
- Tahun 1999
 - $t \text{ hitung} < t \text{ tabel}; 1,452 < 1,665$
 - Maka H_0 diterima, H_1 ditolak
 - Artinya : **persamaan PER model 1 tidak konsisten**

b. Persamaan model 2

- Tahun 1997
 - $t \text{ hitung} > t \text{ tabel}; 1,911 > 1,665$
 - Maka H_0 ditolak, H_2 diterima
 - Artinya : **persamaan PER model 2 konsisten**
- Tahun 1998
 - $t \text{ hitung} < t \text{ tabel}; 0,860 < 1,665$
 - Maka H_0 diterima, H_2 ditolak
 - Artinya : **persamaan PER model 2 tidak konsisten**
- Tahun 1999
 - $t \text{ hitung} < t \text{ tabel}; 0,717 < 1,665$
 - Maka H_0 diterima, H_2 ditolak
 - Artinya : **persamaan PER model 2 tidak konsisten**

Dari hasil analisis tersebut di atas dapat dijelaskan bahwa persamaan PER model 1 ternyata tidak konsisten didalam menilai suatu saham selama periode waktu pengamatan tahun 1997 - 1999, sedangkan persamaan PER model 2 hanya konsisten didalam menilai suatu saham pada tahun 1997 saja, sementara pada tahun 1998 dan 1999 persamaan PER model 2 ternyata tidak konsisten didalam menilai suatu saham.

V.3 Analisis Korelasi Model PER

Dari 2 persamaan model yang digunakan pada penelitian ini dan dari perolehan masing-masing besaran PER untuk masing-masing persamaan model PER, akan diketahui manakah dari kedua persamaan model tersebut yang paling baik dalam menilai suatu saham. Untuk itu kemudian dicari korelasi terbesar dari masing-masing model PER kepada PER EPS sebagai PER pembanding (Closing Price/EPS). Dari perhitungan korelasi diantara kedua model tersebut dengan PER EPS untuk masing-masing tahun pengamatan dapat dijelaskan hasil-hasilnya sebagai berikut :

- Tahun 1997

⇒ Koefisien korelasi antara PER EPS dengan PER model 1 sebesar $r = 0,714$ dengan taraf signifikansi 0,01.

⇒ Koefisien antara PER EPS dengan PER model 2 sebesar $r = 0,979$ dengan taraf signifikansi 0,01.

- Tahun 1998

⇒ Koefisien korelasi antara PER EPS dengan PER model 1 sebesar r

= 0,139 dengan koreksi 9,1%.

⇒ Koefisien antara PER EPS dengan PER model 2 sebesar $r = 0,037$ dengan koreksi 36,2%.

- Tahun 1999

⇒ Koefisien antara PER EPS dengan PER model 1 sebesar $r = 0,079$ dengan koreksi 22,4%.

⇒ Koefisien antara PER EPS dengan PER model 2 sebesar $r = 0,053$ dengan koreksi 30,5%.

Dari hasil analisa tersebut diatas dapat dijelaskan bahwa pada tahun 1997 persamaan PER model 2 ternyata lebih baik dibandingkan persamaan PER model 1 karena koefisien korelasinya lebih besar, tetapi pada tahun 1998 dan tahun 1999 yang terjadi adalah sebaliknya, dengan perbedaan koefisien korelasi yang relatif kecil jika kedua persamaan PER model tersebut dibandingkan satu sama lainnya, persamaan PER model 1 ternyata lebih baik dari persamaan PER model 2.

V.4 Analisis Regresi Linier Berganda

Data-data statistik pada lampiran 12 (terlampir) dengan menggunakan komputer program *SPSS ver. 7.5* (Statistical Product dan Service Solutions) menghasilkan output statistik seperti yang terdapat pada lampiran 13 (terlampir), dimana hasil tersebut dapat disimpulkan sebagai berikut :

Persamaan Model 1			
PER = a₀ + a₁. g + a₂. d + a₃. SD			
Tahun	Persamaan Linier Berganda	R²(Adj R²)	F
1997	PER = 1,312 + 2,725. g + 8,907.d + 1,438.SD t (0,910) (8,253) (0,157)	0,493	24,619
1998	PER = 3,104 - 0,149.g + 6,344.d - 0,644.SD t (-0,299) (0,552) (-0,415)	0,006	0,165
1999	PER = 3,469 + 0,009.g + 5,914.d + 0,006.SD t (0,187) (0,421) (0,057)	0,004	0,128
Persamaan Model 2			
PER = b₀ + b₁. g + b₂. d + b₃. LEV + b₄. FS			
Tahun	Persamaan Linier Berganda	R²(Adj R²)	F
1997	PER = -0,229 + 1,476.g + 9,143.d + 2,173.LEV + 7,911.FS t (0,504) (8,581) (1,172) (1,117)	0,509	19,457
1998	PER = 2,462 + 0,059.g + 3,727.d - 0,199.LEV + 9,724.FS t (0,320) (0,315) (-0,061) (0,515)	0,007	0,146
1999	PER = 3,446 + 0,089.g + 5,188.d - 0,269.LEV - 19,284.FS t (0,441) (0,377) (-0,088) (-0,986)	0,016	0,342

Sumber : Lampiran 13

Dari tabel tersebut diatas terlihat bahwa persamaan model 1 dan persamaan model 2 dengan tahun pengamatan yang berbeda memberikan hasil yang tidak jauh berbeda satu dengan yang lainnya.

Persamaan Model 1

- t hitung statistik, untuk masing-masing tahun pengamatan nilai terbesar berada pada variabel dividen pay-out rasio (d) sedangkan nilai terkecil berada pada variabel standard deviasi dari tingkat pertumbuhan laba (SD)

- Koefisien determinan (R^2) nilai terbesar adalah pada tahun 1997 sebesar 0,493 dan nilai terkecil adalah pada tahun 1999 sebesar 0,004. Nilai R^2 ini adalah merupakan suatu besaran yang dapat menunjukkan sampai seberapa besar variabel bebas yang terdapat dalam model mampu memberikan pengaruh kepada PER.
- F hitung statistik nilai terbesar adalah pada tahun 1997 sebesar 24,619 nilai terkecil adalah pada tahun 1999 sebesar 0,128.

Persamaan model 2

- t hitung statistik, untuk tahun pengamatan 1997 nilai terbesar berada pada variabel dividen pay-out rasio (d) sedangkan nilai terkecil berada pada variabel tingkat pertumbuhan laba (g). Untuk tahun 1998 nilai terbesar adalah untuk variabel ukuran perusahaan (FS) dari nilai terkecil adalah untuk variabel leverage (LEV). Untuk tahun 1999 nilai terbesar adalah untuk variabel tingkat pertumbuhan laba (g) dan nilai terkecil adalah untuk variabel ukuran perusahaan (FS).
- Koefisien determinan (R^2) nilai terbesar adalah pada tahun 1997 sebesar 0,509 dan nilai terkecil adalah pada tahun 1998 sebesar 0,007.
- F hitung statistik, nilai terbesar adalah pada tahun 1997 sebesar 19,457 dan nilai terkecil adalah pada tahun 1998 sebesar 0,146.

V.5 Analisis Koefisien Regresi Berganda (Uji Hipotesis H_4 dan H_6)

Pengujian koefisien regresi berganda (simultan) dilakukan untuk mengetahui apakah semua variabel besar (indepeden) secara bersama-

sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel tidak bebas (dependen). Pengujian dilakukan dengan menggunakan distribusi F dan membandingkan uji statistik F-hitung dengan F-tabel. Menurut tabel, nilai F-tabel, nilai kritis F; db (k-1); db (n-k), dimana untuk persamaan model 2. $F\text{-tabel} = F; 0,05; 4; 90 = 2,49$.

Adapun hasil uji F dari setiap model persamaan pada setiap tahun pengamatan adalah sebagai berikut :

Persamaan Model 1

Tahun	F-hitung	F-tabel	Kesimpulan
1997	24,619	2,72	H_0 ditolak; H_4 diterima pada taraf signifikansi 0,05
1998	0,165	2,72	H_0 diterima; H_4 ditolak pada taraf signifikansi 0,05
1999	0,128	2,72	H_0 diterima; H_4 ditolak pada taraf signifikansi 0,05

Dengan formulasi hipotesis nihil dan hipotesis alternatif penelitian, dimana:

H_0 : tingkat pertumbuhan laba (g), dividen pay-out rasio (d) dan standard deviasi dari tingkat pertumbuhan laba (SD) pada persamaan model 1 secara bersama-sama tidak mempunyai pengaruh yang signifikan kepada PER.

H_4 : tingkat pertumbuhan laba (g), dividen pay-out rasio (d) dan standard deviasi laba (SD) pada persamaan model 1 secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan kepada PER.

Maka kesimpulannya bahwa hanya pada tahun 1997 saja, variabel-variabel bebas tersebut mempunyai pengaruh yang signifikan kepada PER, tetapi pada tahun 1998 dan 1999, variabel-variabel bebas seperti tingkat pertumbuhan laba (g), dividen pay-out ratio (d), standard deviasi dari tingkat pertumbuhan laba (SD) secara bersama-sama tidak mempunyai pengaruh yang signifikan kepada PER.

Persamaan Model 2

Tahun	F-hitung	F-tabel	Kesimpulan
1997	19,457	2,49	H_0 ditolak; H_6 diterima pada taraf signifikansi 0,05
1998	0,146	2,49	H_0 diterima; H_6 ditolak pada taraf signifikansi 0,05
1999	0,342	2,49	H_0 diterima; H_6 ditolak pada taraf signifikansi 0,05

Dengan formulasi hipotesis nihil dan hipotesis alternatif penelitian, dimana:

H_0 : tingkat pertumbuhan laba (g), dividen pay-out rasio (d), leverage (LEV) dan ukuran perusahaan (FS) pada persamaan model 2 secara bersama-sama tidak mempunyai pengaruh yang signifikan kepada PER.

H_6 : tingkat pertumbuhan laba (g), dividen pay-out rasio (d), leverage (LEV) dan ukuran perusahaan (FS) pada persamaan model 2 secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan kepada PER.

Maka kesimpulannya bahwa hanya pada tahun 1997 saja, variabel-variabel bebas tersebut mempunyai pengaruh yang signifikan kepada PER, tetapi pada tahun 1998 dan 1999, variabel-variabel bebas tersebut seperti tingkat pertumbuhan laba (g), dividen pay-out ratio (d), leverage (LEV) dan ukuran perusahaan (FS) secara bersama-sama tidak mempunyai pengaruh yang signifikan kepada PER.

V.6 Analisis Koefisien Regresi Variabel Linier Berganda (Uji Hipotesis H_3 dan H_5)

Pengujian ini dimaksudkan sebagai pengujian terhadap koefisien regresi secara individu atau masing-masing variabel. Pengujian ini bermanfaat untuk menentukan apakah masing-masing variabel bebas yang terdapat pada model persamaan secara sendiri-sendiri mempunyai pengaruh kepada variabel terikat. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan distribusi t dan membandingkan harga uji statistik t-hitung dengan t-tabel.

Menurut tabel, nilai t-tabel, nilai kritis $t_{\alpha/2; db = n-3; t_{0,025; db.91} = 1,990$. Nilai t-tabel tersebut di atas adalah nilai t tabel yang digunakan pada persamaan model 1 dan persamaan model 2.

Adapun hasil uji t dari setiap model persamaan pada setiap tahun pengamatan adalah sebagai berikut :

Persamaan Model 1

Variabel	t-hitung	t-tabel	Kesimpulan
<u>1997</u>			
g	0,910	1,990	H ₀ diterima; H ₃ ditolak pada taraf signifikansi 0,05
d	8,253	1,990	H ₀ ditolak; H ₃ diterima pada taraf signifikansi 0,05
SD	0,157	1,990	H ₀ diterima; H ₃ ditolak pada taraf signifikansi 0,05
<u>1998</u>			
g	-0,299	1,990	H ₀ diterima; H ₃ ditolak pada taraf signifikansi 0,05
d	0,552	1,990	H ₀ diterima; H ₃ ditolak pada taraf signifikansi 0,05
SD	-0,415	1,990	H ₀ diterima; H ₃ ditolak pada taraf signifikansi 0,05
<u>1999</u>			
g	0,187	1,990	H ₀ diterima; H ₃ ditolak pada taraf signifikansi 0,05
d	0,421	1,990	H ₀ diterima; H ₃ ditolak pada taraf signifikansi 0,05
SD	0,057	1,990	H ₀ diterima; H ₃ ditolak pada taraf signifikansi 0,05

Kesimpulan Uji-t, dapat dijelaskan bahwa hanya variabel bebas yaitu dividen pay-out rasio (d) yang mempunyai pengaruh secara signifikan kepada PER atau dengan kata lain bahwa hanya variabel dividen payout rasio (d) yang sangat signifikan berpengaruh kepada PER dan dapat dipergunakan dalam memprediksi peningkatan PER pada model tersebut. Dua variabel bebas lainnya telah dibuktikan tidak memiliki kemandirian yang cukup berarti dalam rangka peningkatan PER. Hal tersebut di atas

hanya terlihat pada tahun 1997, sedangkan untuk tahun 1998 dan 1999 semua variabel bebas tidak mempunyai kemandirian yang berarti dalam memberi pengaruh kepada PER.

Persamaan Model 2

Variabel	t-hitung	t- tabel	Kesimpulan
1997			
Group	0,504	1,990	H ₀ diterima; H ₅ ditolak pada taraf signifikansi 0,05
D	8,581	1,990	H ₀ ditolak; H ₅ diterima pada taraf signifikansi 0,05
LEV	1,172	1,990	H ₀ diterima; H ₅ ditolak pada taraf signifikansi 0,05
FS	1,117	1,990	H ₀ diterima; H ₅ ditolak pada taraf signifikansi 0,05
1998			
Group	0,320	1,990	H ₀ diterima; H ₅ ditolak pada taraf signifikansi 0,05
D	0,315	1,990	H ₀ diterima; H ₅ ditolak pada taraf signifikansi 0,05
LEV	-0,061	1,990	H ₀ diterima; H ₅ ditolak pada taraf signifikansi 0,05
FS	0,551	1,990	H ₀ diterima; H ₅ ditolak pada taraf signifikansi 0,05
1999			
g	0,441	1,990	H ₀ diterima; H ₅ ditolak pada taraf signifikansi 0,05
D	0,377	1,990	H ₀ diterima; H ₅ ditolak pada taraf signifikansi 0,05
LEV	-0,088	1,990	H ₀ diterima; H ₅ ditolak pada taraf signifikansi 0,05
FS	-0,986	1,990	H ₀ diterima; H ₅ ditolak pada taraf signifikansi 0,05

Kesimpulan Uji-t, dapat dijelaskan bahwa hanya variabel bebas yaitu dividen pay-out rasio (d) yang mempunyai pengaruh secara signifikan

kepada PER atau dengan kata lain bahwa hanya variabel dividen pay-out ratio (d) yang sangat signifikan berpengaruh kepada PER dan dapat dipergunakan dalam memprediksi peningkatan PER pada model tersebut. Dua variabel bebas lainnya telah dibuktikan tidak memiliki kemandirian yang cukup berarti dalam rangka peningkatan PER. Hal tersebut di atas hanya terlihat pada tahun 1997, sedangkan untuk tahun 1998 dan 1999 semua variabel bebas tidak mempunyai kemandirian yang berarti dalam memberi pengaruh kepada PER.

V.7 Analisis Koefisien Regresi Determinan

Ukuran ikhtisar yang mengatakan sampai seberapa baik dari garis sampel mencocokkan data ditunjukkan oleh besarnya koefisien determinasi (Gujarati ; 1997 : 44).

Besaran R^2 yang didefinisikan demikian dikenal sebagai koefisien determinasi (sampel) dan merupakan besaran yang paling lazim digunakan untuk mengukur kebaikan/kesesuaian (goodnes to fit) garis regresi. R^2 adalah sebuah pengukuran sejumlah reduksi dalam variabel tidak bebas (Y) yang diperoleh dengan menggunakan variabel bebas X_1, X_2, X_3 . Koefisien determinan mempunyai nilai antara 0 dan 1.

Adapun hasil koefisien determinan (R^2) dari masing-masing persamaan model adalah sebagai berikut :

Persamaan Model 1

- Tahun 1997 ; $R^2 = 0,493 = 49,3\%$
- Tahun 1998 ; $R^2 = 0,006 = 0,6\%$

- Tahun 1999 ; $R^2 = 0,004 = 0,4\%$

Persamaan Model 2

- Tahun 1997 ; $R^2 = 0,509 = 50,9\%$
- Tahun 1998 ; $R^2 = 0,07 = 0,7\%$
- Tahun 1999 ; $R^2 = 0,016 = 1,6\%$

Dari hasil tersebut diatas, dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut :

Persamaan Model 1

Pada tahun 1997 dengan $R^2 = 49,3\%$ maka dapat dijelaskan bahwa perubahan PER yang disebabkan oleh variabel-variabel bebas yang tercakup dalam model adalah hanya sebesar 49,3%. Dengan kata lain bahwa 49,3% peningkatan yang terjadi pada PER disebabkan oleh pengaruh variabel-variabel bebas secara bersama-sama, seperti tingkat pertumbuhan laba (g), dividen pay-out ratio (d) dan standard deviasi laba (SD), sedangkan sisanya sebesar 50,7% adalah diluar model. Hal ini sangat bersesuaian dengan prediksi Anova (**lampiran 13**) yaitu jumlah kuadrat yang dimiliki oleh persamaan regresi diatas sebesar $(32151,841 / 65236,799) \times 100\% = 49,3\%$ sehingga residu yang tertinggal sebesar $(33084,958 / 65236,799) \times 100\%$ atau sebesar 50,7%. Besaran 50,7% ini merupakan kontribusi variabel bebas diluar g, d dan SD yang turut mempengaruhi PER dan belum termasuk dalam model.

Karena pada tahun 1998 dan 1999 dimana masing-masing R^2 adalah 0,6% dan 0,4% (sangat kecil) maka dapat dijelaskan bahwa variabel-variabel bebas tersebut seperti tingkat pertumbuhan (g), dividen

pay-out ratio (d) dan standard deviasi (SD) tidak memberikan peningkatan atau tidak berpengaruh terhadap PER.

Persamaan Model 2

Variabel-variabel bebas yang terdapat pada **persamaan model 2** seperti tingkat pertumbuhan laba (g), dividen pay-out ratio (d), leverage (LEV) dan ukuran perusahaan (FS) memberikan peningkatan sebesar 50,9% pada tahun 1997 kepada PER. Sedangkan sisanya sebesar 49,1% adalah dijelaskan oleh variabel bebas diluar model. Sementara pada tahun 1998 dan 1999 dimana masing-masing R^2 adalah sebesar 0,7% dan 1,6%, dapat ditarik kesimpulan bahwa pengaruh variabel bebas terhadap PER hampir dapat disimpulkan tidak ada.

V.8 Analisis Pengujian Diagnostik Multikolinier (Second Order Test)

Pengujian statistik diagnostik multi-kolinieritas ini dimaksudkan untuk mengungkap kemungkinan kolinieritas yang tinggi antar variabel bebas. Pada hasil pengolahan data statistik pada **lampiran-13** melalui program SPSS 7.5 dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut :

- **Persamaan Model 1**

Dari data correlations tahun 1997 tampak bahwa variabel bebas dividen pay-out ratio (d) memiliki korelasi tertinggi dan searah terhadap variabel terikat PER dengan koefisien korelasi (r) = 0,698 dengan taraf signifikansi 0,01. Sedangkan korelasi terendah dan tidak

searah terjadi pada variabel bebas SD. Dari variabel-variabel bebas tersebut, hanya variabel d yang memiliki inter korelasi yang tinggi dan multikolinier ($r < 0,6$).

Pada tahun 1997, variabel bebas d dapat dinyatakan sebagai peramal terbaik (good predictor), karena mempunyai tingkat korelasi yang paling tinggi terhadap PER dan mempunyai korelasi yang rendah terhadap variabel bebas lainnya.

Dari matrik korelasi tampak bahwa variabel tingkat pertumbuhan laba (g) dan standard deviasi dari tingkat pertumbuhan laba (SD) adalah prediktor yang tidak baik, karena selain keduanya berkorelasi rendah terhadap PER, variabel SD memiliki tanda negatif yang bertentangan dengan teori.

Hal yang sama juga terlihat pada tahun 1998 dan 1999, walaupun nilai koefisien korelasinya rendah dan semua variabel bebas yang ada adalah merupakan prediktor yang tidak baik.

- **Persamaan Model 2**

Dari data correlations tahun 1997 tampak bahwa variabel bebas dividen pay-out ratio (d) memiliki korelasi tertinggi dan searah terhadap variabel terikat PER. Koefisien korelasi (r) = + 0,698 dengan taraf signifikansi 0,01 sedangkan korelasi terendah dan tidak searah terjadi pada variabel bebas ukuran perusahaan (FS). Dari variabel-variabel bebas tersebut, hanya variabel d yang memiliki inter korelasi yang tinggi dan multikolinier ($r < 0,6$).

Pada tahun 1997, variabel bebas dapat dinyatakan sebagai peramal terbaik (good predictor), karena mempunyai tingkat korelasi yang paling tinggi terhadap PER dan mempunyai korelasi yang rendah terhadap variabel bebas lainnya.

Dari matrik korelasi tampak bahwa variabel tingkat pertumbuhan laba (g), leverage (LEV) dan ukuran perusahaan (FS) adalah merupakan prediktor yang tidak baik karena selain ketiganya berkorelasi rendah terhadap PER, variabel FS memiliki tanda yang bertentangan dengan teori.

Untuk tahun 1998, semua variabel bebas mempunyai nilai korelasi yang rendah sehingga merupakan prediktor yang tidak baik, terutama variabel leverage (LEV) memiliki tanda bertentangan dengan teori. Hal ini terjadi juga pada tahun 1999, semua variabel bebas mempunyai nilai korelasi yang rendah sehingga merupakan prediktor yang tidak baik dan variabel bebas leverage (LEV) dan ukuran perusahaan (FS) memiliki tanda yang bertentangan dengan teori.

V.9 Pembahasan

Dari pemilihan perusahaan-perusahaan yang digunakan sebagai sampel pada penelitian ini berdasarkan kriteria-kriteria yang telah disebutkan sebelumnya dan melalui perhitungan-perhitungan serta pengolahan data-data statistik dengan menggunakan program komputer SPSS versi 7,5 diperoleh hasil-hasil untuk digunakan sebagai bahan analisis atau evaluasi.

Hasil analisis / evaluasi tersebut kemudian dijelaskan melalui pembahasan untuk masing-masing persamaan model PER.

V.9.1 Persamaan Model 1

1. Persamaan PER model 1 dimana $PER = a_0 + a_1 \cdot g + a_2 \cdot d + a_3 \cdot SD$, ternyata tidak konsisten (tidak mampu) dalam menilai suatu saham selama periode waktu pengamatan karena melalui harga uji statistik dengan taraf signifikansi 5%, nilai besaran t hitung untuk masing-masing tahun pengamatan adalah sebesar 1,523; 1,633 dan 1,452; sedangkan t tabel = $t(0,05; df = 94-1 = 93) = 1,665$.
2. Ketidakkonsistenan hasil PER dari persamaan model 1 dalam menilai suatu saham dapat dilihat melalui koefisien determinasi (R^2) dari persamaan model ini. Menurut Singgih Santoso (1999: 279) bahwa untuk regresi dengan lebih dari dua variabel bebas, menggunakan "Adjusted R^2 " sebagai koefisien determinasi.

Nilai R^2 dari masing-masing tahun pengamatan dengan $n =$ variabel bebas = 3 adalah :

- Tahun 1997 Adjusted $R^2 = 0,473 = 47,3\%$
- Tahun 1998 Adjusted $R^2 = (-0,028) = (-2,8\%)$
- Tahun 1999 Adjusted $R^2 = (-0,030) = (-3\%)$

Terlihat bahwa variabel-variabel bebas seperti tingkat pertumbuhan laba (g), dividen pay-out (d) dan standard deviasi

dari tingkat pertumbuhan laba (SD) hanya berpengaruh (menjelaskan) secara signifikan kepada variabel terikat PER pada tahun 1997 saja, sementara pada tahun 1998 dan 1999, variabel-variabel bebas tersebut sama sekali tidak berpengaruh secara signifikan (tidak dapat menjelaskan apa-apa) kepada variabel terikat PER.

Dengan $R^2 = 47,3\%$ pada tahun 1997, dapat dijelaskan bahwa variabel-variabel bebas yang ada dalam model hanya mampu memberi pengaruh kepada variabel terikat PER sebesar 47,3%, sementara sisanya sebesar 52,7% dijelaskan oleh variabel-variabel bebas lainnya diluar model atau yang tidak diamati dalam penelitian ini. Dengan $R^2 = 47,3\%$, Rietveld (1991, 28) menjelaskan bahwa nilai tersebut tergolong tinggi (40% - 60%).

3. Dengan tingkat penjelasan model yang tergolong tinggi $R^2 = 47,3\%$ dan hasil uji statistik (uji t) dimana variabel bebas dividen pay-out rasio (d) merupakan satu-satunya prediktor yang memberi pengaruh kepada PER dengan taraf signifikansi 0,000 jauh di bawah taraf signifikansi yang ditentukan sebesar 5%, dapat disimpulkan bahwa tingkat penjelasan sebesar 47,3% oleh variabel bebas kepada PER, hanya diberikan / dijelaskan oleh variabel dividen pay-out rasio (d) karena

melalui uji t diketahui bahwa hanya "d" yang memberikan pengaruh secara signifikan.

4. Dividen pay-out ratio (d) yang merupakan satu-satunya variabel bebas yang paling berpengaruh secara signifikan kepada PER dan merupakan prediktor yang paling baik di dalam memberikan pengaruh kepada variabel terikat PER, yaitu 47,3% dari total kejelasan yang dapat dijelaskan oleh variabel bebas pada persamaan model 1 kepada variabel terikat PER.

Walaupun begitu ternyata masih tidak konsisten di dalam memakai suatu saham. Dengan kata lain bahwa variabel-variabel bebas lainnya yang ada diluar persamaan model 1 sangat dominan dalam memberi pengaruh kepada PER.

V.9.2 Persamaan Model 2

1. Persamaan PER model 2 dimana , $PER = b_0 + b_1 \cdot g + b_2 \cdot d + b_3 \cdot LEV + b_4 \cdot FS$, ternyata hanya konsisten dalam menilai suatu saham selama periode waktu pengamatan pada tahun 1997. Pada tahun 1998 dan 1999, persamaan model 2 ternyata tidak konsisten dalam menilai suatu saham.
2. Variabel-variabel bebas pada persamaan model 2 seperti tingkat pertumbuhan laba (g), dividen pay-out ratio (d), leverage (LEV) dan ukuran perusahaan (FS), yang mempunyai tingkat korelasi tinggi ternyata adalah variabel dividen pay-out

ratio (d) dengan koefisien korelasi $r = 0,698$, sementara untuk variabel bebas lainnya seperti tingkat pertumbuhan laba (g), leverage (LEV) dan ukuran perusahaan (FS) mempunyai tingkat korelasi yang lemah dan variabel tersebut tidak berkorelasi secara signifikan dengan variabel lainnya.

3. Koefisien determinan R^2 (Adj R^2) sebesar $0,483 = 48,3\%$ pada tahun 1997 dapat diartikan bahwa masih ada nilai sebesar $51,7\%$ yang belum dijelaskan oleh variabel-variabel bebas pada model 2 atau variabel bebas lain yang tidak diamati dalam penelitian ini.

Melalui Uji-t dapat disimpulkan bahwa hanya variabel bebas dividen pay-out ratio (d) yang berpengaruh secara signifikan kepada PER dan $48,3\%$ yang mampu dijelaskan oleh variabel-variabel bebas pada variabel terikat PER. Sebagian besar dijelaskan oleh variabel dividen pay-out ratio (d).

4. Melalui hasil pengolahan data statistik pada **lampiran 13**, pada periode waktu pengamatan tahun 1998 dan 1999, dari hasil analisis konsistensi PER terlihat bahwa persamaan model 2 tidak konsisten dalam menilai suatu saham dan dengan koefisien determinasi sebesar $R^2 = -0,039$ dan $R^2 = 0,030$ untuk masing-masing periode waktu pengamatan dapat diartikan bahwa tidak ada satupun variabel bebas pada persamaan model 2 yang dapat mempengaruhi PER.

5. Dari uraian tersebut diatas maka dapat disimpulkan bahwa variabel-variabel bebas yang terdapat dalam persamaan model 2 tidak dapat digunakan untuk memprediksi PER selama tahun 1998 dan 1999, tetapi hanya dapat digunakan untuk memprediksi PER pada tahun 1997 saja dan hanya variabel dividen pay-out ratio (d) yang paling berpengaruh secara signifikan kepada PER dalam menilai suatu saham.

BAB VI KESIMPULAN DAN SARAN

VI.1 Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan sampel dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta periode tahun 1997 sampai tahun 1999 dimana kondisi pasar adalah bearish. Dua persamaan model yang digunakan sebagai alat analisis adalah untuk mengetahui sampai sejauh mana model PER tersebut konsisten di dalam menilai suatu saham.

Dari kedua model persamaan tersebut, ternyata persamaan model 2 lebih konsisten dalam menilai suatu saham, walaupun hal ini hanya dibuktikan pada tahun 1997 saja. Sementara pada tahun 1998 dan 1999, kedua model persamaan tersebut bahkan tidak dapat digunakan dalam memperkirakan nilai PER. Ini disebabkan oleh karena faktor-faktor yang terdapat pada kedua model persamaan tersebut ternyata tidak mampu memberi pengaruh apa-apa kepada PER. Hal ini disebabkan karena naiknya nilai tukar US\$ dan dibarengi dengan tingginya tingkat suku bunga Bank yang membuat situasi pasar saat itu berubah dan sulit untuk diperkirakan sebelumnya.

Dengan menggunakan analisis regresi berganda dapat dilihat sampai seberapa jauh variabel-variabel bebas tersebut yang terdapat dalam model berpengaruh kepada PER. Dari beberapa variabel bebas yang digunakan pada kedua model persamaan, hanya variabel dividen pay-out

ratio (d) yang konsisten dan mempunyai korelasi yang signifikan kepada PER.

PER sebagai hasil dari pendekatan harga saham dengan pendapatan per lembar saham yang digunakan sebagai kaca ukuran dari PER sebagai hasil dari persamaan model PER dengan variabel-variabel bebas yang mempengaruhinya. Dari penelitian ini dapat disimpulkan bahwa hasil persamaan model PER tidak secara otomatis dapat digunakan untuk menilai harga suatu saham.

Berdasarkan hasil-hasil yang telah diuraikan tersebut diatas dapat disimpulkan bahwa dengan menggunakan sampel dan metode yang sama, nilai PER yang dihasilkan dari suatu model persamaan selalu berubah karena disebabkan oleh situasi pasar yang selalu berubah dari waktu ke waktu dan pada suatu kondisi pasar yang sama dan dengan periode waktu yang berbeda, situasi pasar juga akan berbeda sehingga hasilnya-pun akan berbeda.

VI.2 Saran

Saran-saran yang dapat dilakukan setelah peneliti melakukan penelitian ini adalah :

1. Perlu diadakan penelitian lebih lanjut mengenai variabel-variabel bebas yang berpengaruh kepada Price Earning Ratio (PER) khususnya sejak tahun 1998 mengingat variabel-variabel bebas yang digunakan pada persamaan model 1 dan persamaan model 2 tidak memberikan pengaruh sedikitpun kepada peningkatan PER.

2. Dengan mengetahui variabel-variabel bebas yang berpengaruh secara signifikan kepada PER maka dapat juga dilakukan kembali penelitian selama kurun waktu tertentu, untuk menguji apakah model persamaan tersebut konsisten di dalam menilai suatu saham selama periode waktu tersebut.

DAFTAR REFERENSI

- Abdul Halim, 1997, '*Bagaimana Cara Sehat Investasi Pada Saham*', Majalah Manajemen Usahawan Indonesia, Nomor II, Tahun XXVI, November : 31.
- Aby, Carroll D., 1989, '*Using Fundamental Market Indicators in Management of Pension Fund Portfolios*', Journal of Pension Planning & Compliance, vol : 15, Pengembangan Produk : 335 – 343.
- Adler H. Manurung, 1992, '*Analisis Saham Indonesia*', Economic Student's Group, Jakarta.
- Akhmad Rizqoni, 1995, '*Analisa faktor-faktor yang mempengaruhi Price Earning Ratio (Studi pada Pasar Modal Indonesia) periode : 1992 – 1993*', Tesis, Pascasarjana Unair.
- Amiruddin Umar dan A. Sonny Nursutomo Utama, 1997, '*Faktor-faktor yang berpengaruh terhadap Price Earning Ratio. Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta*', Seminar Nasional Komunikasi Penelitian Manajemen dan Bisnis, (21-22 November 1997).
- Atlas. R, 1995, '*A Short history of Bull Market – 1995 Money Guide*', Forbes, (June 19) : Vol;155 : 148-151.
- Bing. R, 1971, '*Survey of Practioners Stock Evaluation Methods*', Financial Analysts Journal, (27) 3: 55-69.
- Brigham. F.E., dan L.C Gapenski, 1996, '*Intermediate Financial Management*', Orlando, The Dryden Press.
- Cohen, J.E. Zinbarg dan A. Zeikel, 1973, '*Invesment Analysis and Portfolio Management*', Homewood, III , Richard D. Irwin.
- Damodar Gujarati, 1997, '*Ekonomimetrika Dasar*', Erlangga, Jakarta.
- Djarwanto Ps. SE, 1996, '*Mengenal Beberapa Uji Statistik Dalam Penelitian*', Liberty Yogyakarta.
- Eaton. Long Beach Store, 1993, '*Price / Earning Ratios*', Barron's (October 18) : m18-m22.
- ECFIN, 1995, '*Indonesian Capital Market Directory 1995*', Jakarta .

- _____, 1996, *'Indonesian Capital Market Directory 1996'*, Jakarta.
- _____, 1997, *'Indonesian Capital Market Directory 1997'*, Jakarta.
- _____, 1999, *'Indonesian Capital Market Directory 1999'*, Jakarta.
- Elton. E.J, dan M.J Gruber, 1995, *'Modern Portfolio Theory and Investment Analysis'*, (ed 5), New York, John Wiley and Sons.
- Financial Accounting Standards Board, *'Statement of Financial Accounting Concept No.1 - The Objectives of Financial Statements'*, Connecticut, FASB Publication, November, 1978.
- Foster. G, 1986, *'Financial Statement Analysis (2nd.ed)'*, New York, Prentice Hall International Inc.
- Gruber M., 1971, *'The Determinants of Common Stock Prices'*, Pennsylvania State University.
- Hartono. J dan D. Ratnaningsih, 1997, *'An Information Usefulness Reason in Reporting EPS Figures'*, Kelola Gajahmada University Business Riview, (VI), 15 : 117-132
- Huang, S.C dan M.R Randall, 1987, *'Invesment Analysis and Management'*, (2nd.ed), Allyn & Bacon Inc.
- Hanke John E dan Reitsch, Englewood , Arthur G, *'Business Forecasting'*, Englewood Cliffs, Prentice Halls,Inc, Fifth Edition, 1995.
- Jakarta Stock Exchange, *'JSX Statistics 1995'*, Jakarta.
- _____, *'JSX Statistics 1996'*, Jakarta.
- _____, *'JSX Statistics 1997'*, Jakarta.
- _____, *'JSX Statistics 1998'*, Jakarta.
- _____, *'JSX Statistics 1999'*, Jakarta.
- _____, *'JSX Statistics 1 st Quarter 2000'*, Jakarta.
- _____, *'JSX Fact Book 1995'*, Jakarta.
- _____, *'JSX Fact Book 1996'*, Jakarta.
- _____, *'JSX Fact Book 1996'*, Jakarta.
- _____, *'JSX Fact Book 1997'*, Jakarta.

_____, '*JSX Fact Book 1998*', Jakarta.

_____, '*JSX Fact Book 1999*', Jakarta.

Jones. C.P, 1996, '*Investment Analysis and Management*', (5th.ed), New York, John Wiley & Sons Inc.

Kaziba A. Mpaata dan Agus Sartono, 1997, '*Factor Determining Price – Earning (PIE) Ratio*', Kelola Gadjah Mada University Business Review (VI), No. 15 : 133 – 150.

Mamduh Hanafi, 1998, '*Efisiensi Emisi Saham Baru di Bursa Efek Jakarta (1989 – 1994)*', Kelola Gadjah Mada University Business Review (VII), No. 17 : 88 – 105.

Marwan Asri S.W. dan Anton N. Heveadi, 1999, '*Price Earnings Ratio (PER. Model Consistency : Evidence From Jakarta Stock Exchange*', Gajah Mada Internasional Journal of Business, (Vol 1, no 2) : 85-97.

Mpaata, K.A., dan A. Sartono, 1997, '*Factor determining price-earning ratio (P/E)*', Kelola Gadjah Mada University Business Review (VI) 15 : 133 – 150.

Napa J. Awot, 1999, '*Manajemen Keuangan, Pendekatan Matematis*', PT.. Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.

Nur Fadjrih Asyik, 1999, '*Tambahan Kandungan Informasi Rasio Arus Kas*', Journal Riset Akuntansi Indonesia, Vol.2, No.2 : 231.

Ou Jane. A dan Penman, Stephen H, '*Financial Statement Analysis and the Prediction of Stock Returns*', Journal of Accounting and Economics, 11, 1989.

Robbert Ang, 1997, '*Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*', Mediasoft Indonesia, Jakarta.

Sekaran Uma, '*Research Methods for Business*', Singapore, John Wiley & Sons Inc, 2nd edition, 1992.

Shapiro John E, '*Multinational Financial Management*', Masschusets, Allyn and Bacon, Fourth edition, 1992.

Singgih Santoso, 1997, '*SPSS Mengolah Data Statistik Secara Profesional*', PT. Elex Media Komputindo, Jakarta.

Sumariyah, SE, MSI, 1987, '*Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*', AMP YKPN, Yogyakarta.

William F. Sharpe, Gordon J. Alexander dan Jeffery V. Bailey, '*Investasi edisi Bahasa Indonesia Jilid 1*', PT. Prenhallindo, Jakarta, 1997.

_____, '*Investasi edisi Bahasa Indonesia Jilid 2*', PT. Prenhallindo, Jakarta, 1997.

Whitbeck V dan M Kisor, 1963, '*A New Tool in Investment Decision Making*', Financial Analysts Journal (May-Jun) : 55-62.